

Dipartimento di Impresa & Management

Corso di Laurea Triennale in: Economia & Management

Cattedra di: Macroeconomia & Politica Economica

***“Il ruolo della politica monetaria per il
funzionamento dell’economia: dalle prime
banche centrali al quantitative easing della
BCE”***

Relatore:

Prof. Alessandro Pandimiglio

Candidato:

Pasquale Spadavecchia

206331

INDICE:

1. Introduzione
2. L'evoluzione storica della politica monetaria fino alla crisi del 2008
 - 2.1 Una storia millenaria, dai bancogiro agli istituti di emissione, fino alla crisi del 29'
 - 2.2 L'integrazione bancaria globale e la lunga strada verso l'istituzione della BCE
 - 2.3 La grande crisi economica del 2008
3. Le politiche monetarie anticrisi
 - 3.1 Uno sguardo globale: i casi di Stati Uniti, Regno Unito e Giappone
 - 3.2 Le politiche convenzionali della BCE
 - 3.3 Le misure non convenzionali e la svolta verso il quantitative easing
4. I risultati della politica monetaria accomodante nell'eurozona
 - 4.1 L'Italia: i difetti economico-strutturali e benefici del QE
 - 4.2 L'Europa: l'aumento degli investimenti e l'apparente ripresa
 - 4.3 Uno sguardo al futuro: cosa fare dopo il QE per il rilancio economico europeo
5. Conclusione
6. Bibliografia
7. Sitografia

1. Introduzione

Il 15 Settembre 2008 è una data insignificante per la maggior parte delle persone comuni, ma in realtà è uno dei giorni più tragici e significativi della storia dell'economia moderna: con il fallimento di Lehman Brothers, una delle banche d'affari statunitensi più antiche e prestigiose, esplose definitivamente la crisi finanziaria che porterà a quella che è conosciuta come Grande Recessione.

L'influenza che tale crisi ha avuto sulla vita di tutti i giorni è evidente, con analisti, economisti e intellettuali che si confrontano quotidianamente sulle cause di questa caduta e sul presunto funzionamento di politiche economiche che portino ad una ripresa dell'apparato produttivo. La conseguenza ovvia di tali dibattiti è uno scontro continuo tra opinioni contrastanti, in cui ognuno sembra avere una parte di ragione nell'attribuire colpe a istituzioni e soggetti differenti, senza che però i veri interessati, cioè i cittadini, possano usufruire di soluzioni tangibili e durature.

Il fallimento del sistema finanziario si è ripercosso immediatamente sull'economia reale, provocando disoccupazione, rallentamento dei consumi, degli investimenti e della crescita economica di paesi che, talvolta, sono stati costretti anche a risparmiare su strumenti di welfare pubblico (sanità e pensioni in particolare) e ad incrementare l'imposizione fiscale.

A trarre le peggiori conseguenze sono stati i giovani, specialmente nel nostro paese, dato che l'aumento dell'età pensionabile sulla base di un'aspettativa di vita maggiore ha di fatto bloccato assunzioni di personale fresco, brillante e qualificato, costretto addirittura ad emigrare dai paesi meno virtuosi (tra cui il nostro) verso quelli con un'economia ben più solida, dalla Germania agli USA. L'aver "vissuto", pur non direttamente, questa critica fase della storia dell'economia in età adolescenziale ha portato tanti giovani a interessarsi notevolmente alle tematiche economiche, indirizzando di fatto la scelta del corso di studi universitario, e ciò vale ovviamente anche per il sottoscritto.

In particolare, attraverso l'elaborazione di questo lavoro, si è tentato di analizzare uno degli aspetti cruciali della macroeconomia, certamente uno degli strumenti maggiormente utilizzati e su cui più si è dibattuto durante la recente crisi economica: la politica monetaria.

Con tale termine si va ad individuare quell'insieme di misure ed interventi che hanno l'obiettivo di regolare l'offerta monetaria sui mercati, influenzando di conseguenza l'apparato creditizio-finanziario e, si spera in maniera ancor più rilevante, l'economia reale.

Nel primo capitolo si è voluta effettuare un'analisi storica sullo sviluppo della politica monetaria, partendo dalle origini degli istituti di credito fino alle prime banche centrali nazionali in grado di emettere banconote. Nel corso del capitolo si è potuto constatare come l'ambito delle decisioni riguardo tale materia si sia trasformato da nazionale a globale, con vari accordi che hanno portato alla nascita di istituzioni continentali e internazionali, competenti proprio per le scelte di offerta monetaria; infine, tornando all'origine di questo discorso, si è cercato di sottolineare come la crisi del 2008 abbia avuto un effetto devastante su un'economia internazionalizzata come quella odierna.

Andando più a fondo sui vari orientamenti di politica monetaria, nel corso del secondo capitolo si analizzano le misure prese dalla banca centrale americana (FED), giapponese (Bank of Japan) e

britannica (Bank of England) per cercare di rimarginare le ferite della recessione, con risultati decisamente differenti tra i tre paesi. In seguito si esamina il comportamento dell'istituzione il cui operato è al centro di questo lavoro, ossia la Banca Centrale Europea: inizialmente lo studio ha riguardato i motivi economico-finanziari alla base della diffidenza verso politiche espansive e di un orientamento molto rigoroso e inerte rispetto agli altri istituti di emissione analizzati in precedenza, ma successivamente si è rilevato un cambiamento di rotta della politica monetaria della BCE, mediante misure straordinarie (non convenzionali) che hanno decisamente rivoluzionato il modo d'operare dell'istituto di Francoforte, verso una direzione molto più accomodante e interventista, affinché gli interventi fossero più efficaci per il salvataggio del sistema interbancario europeo.

Nell'ultimo capitolo vengono tratte le conseguenze e analizzati gli effetti delle politiche non convenzionali, in particolare dello straordinario piano del Quantitative Easing europeo: il campo d'analisi è prima a livello nazionale, riguardante la nostra Italia, salvata ma non ripresasi definitivamente a causa di squilibri economici interni perduranti ormai da decenni; si evidenzia poi come l'Unione Europea, a livello sistemico, presenti dati certamente migliori rispetto al devastante quinquennio 2008-2013, ma con disallineamenti e disuguaglianze geografiche che rendono gli effetti del QE e delle varie politiche economiche troppo eterogenei nel Vecchio Continente; al termine dell'elaborato si cerca di dare suggerimenti e consigli su come si dovrà lavorare al termine del programma predisposto da Mario Draghi per evitare ricadute e consolidare una ripresa europea ancora troppo debole, a causa di un apparato produttivo eccessivamente fragile ormai da anni, in un momento storico in cui sono altre le grandi potenze che sembrano in grado di spartirsi il mondo e durante il quale il ruolo dell'Europa è messo sempre più a rischio, a causa specialmente di conflittualità interne che bisognerà necessariamente risolvere.

2. L'evoluzione storica della politica monetaria fino alla crisi del 2008

2.1 Una storia millenaria, dai bancogiro agli istituti di emissione, fino alla crisi del 29'

Le banche sono, per definizione, istituti che esercitano due attività fondamentali per lo sviluppo dell'economia, tra loro complementari: esse infatti raccolgono risparmi dal pubblico in surplus di risorse finanziarie (specialmente attraverso depositi bancari), con obbligo di rimborso, finanziando i soggetti in deficit finanziario, in particolare imprese e altri cittadini, proprio mediante quelli stessi fondi ottenuti dai depositanti.

Si tratta quindi di una funzione di intermediazione finanziaria, necessaria per rendere efficiente da un punto di vista allocativo lo sfruttamento delle risorse economiche disponibili, affinché esse non risultino infruttifere ai fini della crescita del sistema produttivo.

La storia dell'esercizio del credito inizia moltissimi anni fa, addirittura da quando i sacri templi delle antiche civiltà mesopotamiche e della penisola ellenica raccoglievano le offerte dei fedeli, per poi erogare il credito nei confronti di chi ne aveva bisogno, con una richiesta di interesse sul denaro prestato.

E' però necessario aspettare oltre l'anno 1000 per iniziare ad intravedere le prime forme antiche di istituzioni creditizie, specialmente grazie all'esplosione del commercio internazionale, una conseguenza delle crociate che spianarono la strada alla conquista di piazze di rilevante importanza economica per le grandi potenze europee: si distinsero in particolare le attività di Genova e Venezia, le due più temibili e potenti repubbliche marinare, in grado di gestire un numero impressionante di traffici con l'oriente, favorendo quindi l'operosità di banchieri privati, pronti a fornire prestiti per operazioni commerciali di vario tipo.¹

La vera capitale "finanziaria" del mondo era Venezia, dotata di un peso politico ed economico fuori dal comune all'interno della frammentata Italia comunale e, in seguito, delle signorie. La posizione strategica della Serenissima le consentiva di amministrare un ingente traffico di merci, sia da importare che da esportare, ma vi era comunque un bisogno da soddisfare urgentemente: i grandi mercanti necessitavano di un modo per cambiare le monete di conio straniero con quello locale, e fu proprio da questa urgenza che nacquero i cosiddetti "cambisti" i quali, nei loro banchi di cambiavalute, erano in grado di garantire tale scambio di valute, pur approfittando molto spesso dell'ignoranza in materia di alcuni avventurieri che, dopo aver guadagnato molto denaro, non prestavano grande attenzione all'applicazione di cambi decisamente favorevoli per il cambista, seppur fosse sempre previsto un surplus di interesse da applicare sull'operazione di cambio.

¹ Pietro Rota, "Storia delle Banche", 1874.

Bisogna precisare che però, come già peraltro accennato, le prime manifestazioni dell'attività di erogazione creditizia ebbero un carattere privato²; si trattava di società a ristretta partecipazione familiare, in cui però la professione esercitata "ab origine" era quella di compagnia mercantile, una vera e propria piccola-media impresa che reinvestiva i ricavi della loro attività principale ai fini di prestito ai soggetti bisognosi di denaro, in un contesto dove, quindi, il lato bancario era di mero supporto rispetto ad un fulcro prettamente commerciale.

Gli storici della banca moderna attribuiscono a Venezia il merito d'aver ideato il primo di tipo di banca retta dai pubblici ordinamenti, sul quale in seguito si sarebbero modellati le analoghe istituzioni creditizie presso altri centri commerciali del Nord-Europa come Amsterdam e Amburgo; è però vero che, nonostante tale primato sia riconosciuto alla Serenissima, storicamente i primi banchi pubblici vennero fondati a Barcellona e Genova (vale la pena ricordare il Banco di San Giorgio nel capoluogo ligure). Nonostante questa differenza cronologica, l'effettiva attenzione pubblica sull'attività bancaria giustifica il grande peso dato a Venezia sotto questo punto di vista, poiché il Senato esercitava una grande influenza sui banchieri privati, responsabili di un interesse pubblico generale nel ricevere somme delle quali il depositante avrebbe poi dovuto poterne prelevare a proprio piacimento. La differenza tra il mercato di Venezia e quelli delle altre grandi potenze mercantili consisteva nella presenza, all'interno del capoluogo veneto, di una vera e propria "fiera internazionale permanente"³ in cui gli scambi erano letteralmente continui e vi era quindi la necessità di mantenere una regolamentazione ferrea e attenta alla tutela dei risparmiatori depositanti.

Rialto era il fulcro dell'attività commerciale di Venezia, con il suo affollatissimo mercato protagonista di innumerevoli negoziazioni nel corso dei secoli d'oro della repubblica marinara.⁴

Tra il XV e il XVI secolo però, a causa dell'apertura delle nuove rotte verso il Nuovo Mondo e le Indie, la Repubblica si trovò in una situazione di difficoltà finanziaria, che portò a numerosi fallimenti di banchieri privati, nonostante fossero sostenuti comunque dalla pubblica amministrazione. Tale problematica, sommata ad un grave deprezzamento dell'argento rispetto all'oro, dovuta probabilmente a manovre sin troppo speculative dei banchieri nel mercato valutario, costituì la base su cui si fondava l'urgente necessità di un istituto che, pur continuando a svolgere le funzioni caratteristiche dei banchi privati, desse garanzia di assolvere in ogni momento i propri impegni verso i depositanti e di reagire contro pericolose ingerenze di una finanza ancora allo stato brado, ma già pericolosa e speculativa.

Questa esigenza venne soddisfatta dalla nascita del Banco della Piazza di Rialto nel 1587, uno dei primi "bancogiro" presso cui i mercanti potevano depositare monete in metallo prezioso, ricevendo in cambio titoli di credito liberamente trasferibili. Il principale vantaggio derivante dall'istituzione di questa azienda pubblica consisteva nell'accentramento dei servizi di deposito e credito presso un'autorità gestita e finanziata dallo stato centrale, che aveva costituito originariamente il fondo necessario per il funzionamento del Banco, garantendo quindi ogni operazione bancaria ed evitando pericolosi trasferimenti di metalli preziosi, grazie a semplici girate sui libri contabili della banca, il tutto a spese dello stato e senza rendere fruttifera l'attività di credito, né in attivo per l'erogazione di prestiti né dal lato passivo per i depositi.

Venezia fece quindi da precursore per la costituzione di altre banche di deposito e di giro nelle più grandi città d'Italia (Milano, Napoli e Roma in particolare), tutte amministrate dalle autorità politiche

² Anna Maria Galli, "La formazione e lo sviluppo del sistema bancario in Europa e in Italia", 1992.

³ Anna Maria Galli, cit.

⁴ Alvise Zorzi, "Quando Rialto era la Wall Street del Mediterraneo", 1990-91.

del luogo. La diffusione di tale modello di controllo pubblico sull'affidabilità e la trasparenza dei sistemi finanziari nei confronti dei privati cittadini portò alla nascita di queste istituzioni anche nell'Europa Continentale, soprattutto Paesi Bassi e Germania, ciascuna dotata di una caratteristica fondamentale: la gestione dei conti in "moneta di banco" insensibile a possibili oscillazioni nel prezzo relativo dell'argento rispetto all'oro⁵, dato che i depositi dei commercianti presso i banchieri non erano accreditati in ragione dei valori nominali delle monete, bensì risultavano determinati dal peso in termini di metalli preziosi delle somme di denaro in questione.

Fino a fine XVII-inizio XVIII secolo, fu proprio l'Italia a mantenere il primato mondiale nell'ambito creditizio-finanziario, una supremazia nata da numerosi fattori, tutti legati tra loro: la centralità della Penisola da un punto di vista strategico-commerciale, la conseguente leadership delle repubbliche marinare (Venezia su tutte) negli scambi con l'Oriente, i necessari finanziamenti richiesti dai mercanti alle banche pubbliche per i propri ingenti investimenti e, infine, a monte di questa "filiera", un controllo degli stati sulle attività di erogazione del credito.

L'emissione di titoli di credito, chiamati anche "biglietti di cartulario", da parte delle banche pubbliche dell'epoca, rappresenta un punto di svolta per la storia della banca, dato che si è soliti individuare in tale peculiarità la caratteristica che aprì la strada alla nascita delle moderne banche di emissione di moneta contante.

Vi sono numerose spiegazioni sulla nascita degli istituti di emissione, che verranno negli anni successivi chiamati, più semplicemente, banche centrali: innanzitutto vi era una profonda esigenza, da parte degli Stati, di dotarsi di una fonte di finanziamento alternativa al fisco. Gli studiosi che ritengono questa prospettiva come la più valida affermano che le banche centrali nascono come autorità subalterne ai governi nazionali e tendano a sovra emettere moneta, generando inflazione. A giustificare la scelta di tale interpretazione, vi è l'evidenza storica sull'istituzione delle prime banche centrali, fondate per risolvere difficoltose situazioni dello Stato nel procurarsi risorse finanziarie e nel restituirle ai correntisti che avevano depositato denaro presso le aziende di credito.⁶

Nel 1661 ci fu la prima piccola (e poco duratura) svolta per l'emissione delle banconote da parte della Stockholm Banco, con obiettivo primario che consisteva nella stabilizzazione della situazione monetaria in Svezia dove vi erano due forme di moneta costituite da due metalli differenti e con valori ben lontani l'uno dall'altro: il rame e l'argento. Le monete costituite dal primo materiale dovevano ovviamente essere più pesanti per valere quanto i ben più preziosi soldi di "metallo bianco", ma la scomodità del rame in termini di peso risultava essere molto problematica per il pubblico, dato che le monete d'argento, valendo molto di più, venivano risparmiate con cura dai cittadini. L'abbassamento del contenuto del rame all'interno delle monete, portò numerosi risparmiatori privati a chiedere la restituzione dei talleri di rame depositati presso le banche svedesi, il cui valore era ormai bassissimo in termini monetari ma che, comunque, poteva ancora essere utile come metallo. La Stockholm Banco non era però in grado di soddisfare le esigenze dei propri correntisti, dato che il loro denaro era in quel momento in circolazione a causa di prestiti, soprattutto fatti alla Corona per spedizioni militari e spese che non erano propriamente nell'interesse generale dei cittadini, per di più con scadenze a lungo termine: da questa difficoltà nasce l'idea di Johan Palmstruch, direttore generale della banca svedese, di emettere note di credito dotate di valore nominale (solitamente in cifra tonda per rendere

⁵ Adam Smith, "La ricchezza delle nazioni", 1776.

⁶ Giovanni B. Pittaluga e Giampiero Cama, "Banche centrali e democrazia: istituzioni, moneta e competizione politica", 2004.

più agevoli i trasferimento di denaro), con garanzie collaterali che consistevano nella promessa di una conversione futura in metallo.

Il successo del primo esempio di banconote fu tanto rapido quanto fugace dato che, nonostante la comodità incredibile nel portarsi appresso pezzi di carta con valori nominali uguali a chili di monete pesanti, la banca non approfittò delle possibilità aperte da questa intelligente soluzione, continuando ad erogare ingenti prestiti, anche in maggior quantità rispetto a prima, a causa dell'illusione di poter stampare un numero di banconote illimitato.

L'esperimento terminò quindi in malo modo, dato che l'istituto non era in grado di rispettare le garanzie collaterali offerte ai depositanti, eliminando addirittura la possibilità di conversione delle note di credito in denaro: le proteste dei risparmiatori portarono il governo ad intervenire, riducendo i prestiti (concessi molto spesso alle stesse entità statali) e riconvertendo le banconote nelle monete originarie, restituite ai risparmiatori, liquidando quindi la Stockholm Banco, che chiuse la sua breve esperienza di banca di emissione in malo modo, con numerosi problemi giudiziari per Palmstruch.

Dopo qualche anno, alla fine del XVII secolo, fu un momento critico vissuto dall'Inghilterra post-rivoluzionaria a creare i presupposti per la nascita della prima banca centrale che fosse dotata di potere di emissione pressoché illimitato, senza però commettere gli stessi errori visti nel sistema scandinavo. Lo stato d'oltremarica viveva una situazione finanziaria pessima, dovuta principalmente a investimenti esagerati nel settore militare che, però, non avevano portato ai risultati sperati: la Gran Bretagna era andata incontro a numerose sconfitte, ed era quindi costretta a una vera e propria rifondazione del proprio esercito, in particolare per quanto riguardava la flotta, un punto di forza fondamentale per la monarchia inglese. La ricostruzione dell'apparato militare era però costosa e praticamente impossibile affidandosi solamente alle casse del Regno, che non godeva nemmeno di grandi apprezzamenti da parte di possibili finanziatori, che quindi erano riluttanti a prestare denaro ad uno Stato centrale poco popolare e che non dava garanzie sulla restituzione di tali somme.

In questo drammatico frangente spuntò la figura di William Paterson, giovane e ambizioso banchiere, che però aveva ottenuto sino ad allora pochi successi di rilievo. Fu proprio Paterson a proporre di togliere il controllo delle finanze statali alla Corona e concederlo al Parlamento: questo cambiamento, semplice quanto decisivo, eliminò il pericolo di scelte politiche incoerenti con le dotazioni finanziarie dello Stato, dal momento che i sovrani erano soliti a non prestare molta attenzione ai bisogni delle casse nazionali e a dare maggiore importanza ai propri progetti militari, soprattutto per una questione di prestigio; inoltre, la riscossione delle tasse e l'amministrazione fiscale risultarono molto più efficaci sotto il controllo parlamentare, grazie ad un'autorità decisamente più dinamica e rapida nelle scelte di politica fiscale.⁷

La necessità di finanziamenti era comunque incombente anche per il Parlamento che, nonostante i miglioramenti immediati nella riscossione delle tasse, si trovava ad ereditare la precaria situazione finanziaria lasciata dalla Corona. Il nome e il cognome dell'uomo decisivo per le sorti dell'economia britannica sono sempre gli stessi: William Paterson. Il banchiere scozzese propose l'istituzione di un'entità bancaria centrale che fosse in grado di avere una certa autorità che la rendesse credibile nella promessa di ripagamento dei debiti dello Stato, e ciò era possibile solo con emissione di cartamoneta in grado di coprire gran parte del prestito allo stato. I sottoscrittori del "Bank of England Charter" del 1694 erano i finanziatori di tale rischioso prestito, ma furono garantiti sia dall'emissione

⁷ Douglas C. North and Barry R. Weingast, "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England", 1989.

delle banconote che da titoli di stato, con un interesse annuo dell'8% a fronte della precaria situazione delle finanze inglesi. La maggior parte degli studiosi britannici è d'accordo nel constatare come la costituzione della Banca d'Inghilterra abbia decisamente rafforzato la credibilità del Parlamento nel riparare i debiti di lungo termine⁸, facendo divenire quella che sembrava una soluzione temporanea (con esito possibilmente diverso da quello visto a Stoccolma) una svolta definitiva nel sistema bancario britannico e, in seguito, mondiale. Il Parlamento deteneva comunque un potere decisamente rilevante sulle sorti della Banca, dato che non vi erano limiti alla sovranità dell'assemblea britannica nel cambiare alcune parti dello statuto, con la possibilità di rivedere (a vantaggio dello Stato) certe clausole riguardanti la restituzione dei prestiti: quest'attività era però limitata dalla figura di un "independent judiciary", un legale che difendeva gli onerosi interessi dei prestatori, evitando manovre speculative dei vari governi che, ad essere onesti, non furono mai tentate⁹.

Analizzando le varie emissioni di banconote della Bank of England, si può vedere come, allo stesso modo della prima grande messa in circolazione di cartamoneta, esse avvenissero per motivi prettamente fiscali, solitamente a causa di sostanziali deficit finanziari del governo, col conseguente bisogno di fondi nell'immediato: le statistiche dicono che tali emissioni avvenissero in prossimità di spedizioni militari e conquiste coloniali, proprio come era accaduto nel 1694.

Si trattava però di un contratto reciproco, un "rents-for-loans" tra shareholders e governo, con i primi che vedevano i prezzi delle azioni aumentare nei giorni immediatamente successivi alla nuova emissione, dato che il mercato vedeva queste nuove operazioni come la conferma dell'affidabilità del governo, e quest'ultimo che riusciva a risolvere le proprie necessità finanziarie grazie a debito a lungo termine. Gli economisti inglesi definiscono solitamente il periodo che va dalla fondazione della Banca d'Inghilterra ai primi anni del XVIII secolo come quello della "Financial Revolution"¹⁰, segnata dal passaggio del potere finanziario dalla Corona al Parlamento e da un cambiamento epocale per il finanziamento statale, ovvero il passaggio dal debito a breve a quello a lungo termine, maggiormente gestibile nella fase di restituzione nel tempo.

L'indebitamento a lungo termine presentava tre vantaggi principali: prima di tutto, i sottoscrittori del prestito venivano rimborsati secondo rate annuali su una base di lungo periodo, aiutando il governo a finanziare i bisogni immediati sulla base di flussi di cassa abbastanza costanti e inelastici; in secondo luogo, tali finanziamenti aiutavano il governo nel rapporto con i cittadini, non essendo costretto ad aumenti di tasse improvvisi che avrebbero causato non pochi malumori; e infine, il Parlamento si comportò al meglio dal punto di vista del risparmio, mettendo da parte molti dei suoi ricavi in funzione degli interessi da pagare ai soci della Banca, incrementando ulteriormente la fiducia del mercato e degli investitori nei confronti del debito governativo.¹¹

Un ulteriore beneficio proveniva dai prestiti ottenuti dalle compagnie commerciali, in particolare dalla Nuova Compagnia delle Indie Orientali e dalla Compagnia del Mare del Sud. Il principio alla base di questi prestiti era quello di avere un credito affidabile per il governo, proveniente da compagnie profittevoli e di grande rilevanza per lo Stato (si trattava di S.p.a. a partenariato pubblico-privato) che in cambio ricevevano una rendita di interessi perpetua, ma senza pagamento del cosiddetto "principal", cioè il capitale a scadenza dato che, in aggiunta, le compagnie ricevevano

⁸ J. Lawrence Broz, "Paying for privilege: the political economy of Bank of England Charters, 1694-1844", 2004.

⁹ Hilton Root, "The fountain of privilege: Political foundations of markets in old regime France and England", 1994.

¹⁰ P.G.M. Dickson, "The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit", 1993.

¹¹ John Brewer, "The Sinews of Power: War, Money and English State, 1688-1783", 2002.

sgravi fiscali e privilegi economici, con la possibilità di pagamento del capitale prestato inizialmente solo in caso di accordo sul termine del prestito.

Nel resto d'Europa, il modello britannico fu inizialmente ripreso soltanto in due nazioni: Francia e Scozia, con alterne fortune per entrambe.

Ad ostacolare la nascita di una banca nazionale nel paese transalpino fino al 1800, data di istituzione della Banque de France su ordine di Napoleone, furono ovviamente le travagliate vicende economico-politiche vissute tra i regni di Luigi XIV e Luigi XVI, causate principalmente dalle numerose guerre condotte dal primo che, nonostante molti successi contro la Gran Bretagna, portarono il debito pubblico francese a livelli altissimi, anche a causa di una politica fiscale decisamente squilibrata a favore dei ceti nobiliari e del clero. Tra le sperimentazioni di possibili banche centrali francesi, vale la pena ricordare quella di John Law, economista scozzese che vide con i suoi occhi la ripresa dell'Inghilterra in seguito alla Financial Revolution, e riuscì a convincere nel 1716 il reggente al trono Filippo II d'Orleans ad istituire un'agenzia bancaria di emissione, la Banque Generale, in grado di emettere banconote e indebitarsi a lungo termine con compagnie coloniali francesi, proprio sul modello britannico, arrivando addirittura a convertire interamente il debito pubblico francese nel patrimonio della Compagnie des Indes.¹²

Questo rapporto strettissimo tra la compagnia e la Banque si basava sulla teoria monetaria di Law, che voleva un aumento dell'offerta di moneta sotto forma cartacea, che sarebbe stata utilizzata allo stesso tempo come debito statale e come finanziamento per la compagnia, legando indissolubilmente le prestazioni commerciali nelle colonie (specialmente in Louisiana) al destino delle casse statali. Il sistema sembrava funzionare inizialmente grazie a questo legame moneta-azioni, in base al quale il denaro stampato veniva immediatamente investito nell'acquisto delle azioni della compagnia, anche se bisognava evitare ad ogni costo un uso delle banconote per l'acquisto di monete metalliche: Law, per scongiurare questo pericolo, decide di far svalutare il vecchio denaro sonante rispetto alla cartamoneta, con una conseguente rivalutazione della lira francese nel cambio con le monete straniere.

È proprio in questo frangente che si crea la situazione degenerante che porterà al crollo del sistema, con una rivalutazione monetaria in contrasto con l'aumento dell'offerta di biglietti cartacei. Il tentativo di abbassare il valore di questi ultimi si rivelerà però controproducente, con gli investitori che insorgono dopo aver creduto nel continuo aumento del valore delle banconote e, quindi, delle azioni delle compagnie commerciali, decidendo di non adoperare più la cartamoneta per comprare tali azioni: ancora una volta l'eccesso di emissione di banconote, proprio come accaduto in Svezia, aveva portato alla bancarotta di un istituto di credito.

L'ultimo tentativo della Caisse d'Escompte fu ancora più tragico, a causa del dissesto finanziario a cui andò incontro la Francia nel 1793, nel bel mezzo della Rivoluzione.

Come accennato in precedenza, arrivò solo in concomitanza con l'inizio del XIX secolo, al termine del periodo post-rivoluzionario, il momento in cui Napoleone poté fondare la Banque de France. Tale decisione venne presa in conseguenza di un urgente bisogno di credito del futuro imperatore, per finanziare il consolidamento del suo potere all'interno della Francia e le campagne militari oltre i confini del paese. In seguito al fallimento del progetto degli "assignat", titoli di prestito emessi dallo Stato e divenuti poi moneta cartacea emessa in grande quantità, causando un'altissima inflazione, a Parigi vi erano diversi piccoli istituti di emissione che, per loro struttura, non potevano fornire

¹² John Shovlin, "John Law's System and the Geopolitics of Financial Revolution", 2016.

garanzie finanziarie elevate per gli ambiziosi progetti di Napoleone, che decise così di istituire una banca che potesse avere i mezzi anche per regolare il sistema monetario, particolarmente fragile nella nazione transalpina nell'ultimo secolo.¹³

La banca centrale francese si distinse dalla progenitrice britannica soprattutto per la lentezza della diffusione territoriale del privilegio di emissione, inizialmente ristretto alla sola Parigi, una limitazione dovuta alla poca fiducia del popolo francese, specialmente al di fuori della capitale, nella moneta cartacea, a seguito dei fallimenti citati in precedenza: a inizio secolo quindi le banconote venivano usate solo per pagamenti di un certo valore, mentre la moneta metallica continuava ad avere un ruolo da protagonista nelle transazioni di tutti i giorni. Dunque, inizialmente la Banque non ebbe il successo che ci si poteva aspettare e, essendo stata fondata come società per azioni gestita quindi privatamente (pur nell'interesse dello stato), la scelta più radicale che Napoleone potesse prendere consisteva nel rendere l'istituto una società pubblica, così da poterla amministrare in maniera diretta attraverso la nomina di funzionari imperiali presso le più prestigiose posizioni della banca.

La creazione di filiali provinciali (i "comptoirs d'escompte") e la piena convertibilità delle banconote nella moneta metallica tanto amata dai francesi furono le altre due mosse decisive che garantirono l'efficace funzionamento dell'ancora esistente Banque de France.

Altre differenze rilevanti si presentarono in Scozia, dove vennero fondati ben due istituti di emissione: la Bank of Scotland nel 1695 e la Royal Bank of Scotland nel 1727, estremamente competitive tra loro a causa di differenze politiche sostanziali all'interno della loro dirigenza.

La prima banca venne fondata un anno dopo quella della vicina Inghilterra, ma con scopi molto diversi: mentre la Bank of England aveva come scopo primario quello di finanziamento alla Corona, l'istituto di emissione scozzese si occupava di prestiti a scopo commerciale ed era limitato dal Parlamento nel fornire ipotetici prestiti al governo.¹⁴ Si trattava della prima banca centrale che manifestava il principio di indipendenza dallo Stato, fornendo una chiave di lettura diversa sul motivo della nascita di tali istituti che, secondo i sostenitori di questa teoria esplicativa, sarebbe relativo alla semplice stabilità del sistema economico e monetario, il tutto a vantaggio del libero scambio e del commercio; non a caso il padre dell'economia del libero scambio, Adam Smith, era scozzese e nacque pochi anni dopo la nascita della Bank of Scotland.

La banca erogava banconote affidabili per i depositanti che avevano estrema fiducia in un sistema finanziario indipendente e soggetto a rischi minimi di interferenza statale, specialmente rispetto al modello inglese. Il sistema bancario scozzese si sviluppò in maniera differente anche perché il monopolio di emissione della Bank of Scotland non venne mai rinnovato e, dopo pochi anni, si affacciò sul mercato un istituto in grado di competere con essa per il ruolo di banca centrale: la Royal Bank of Scotland.

La storia della Royal Bank nasce da un disastro economico di una società mercantile, la Darien Company, in seguito a cui il governo cercò di rimborsare i soci che, per proteggere i propri interessi in maniera unita e più efficace, costituirono la Equivalent Society, con l'obiettivo di operare nel settore bancario. Il governo britannico (che comandava ormai anche in Scozia, a seguito dello scioglimento del Parlamento scozzese nel 1707) nutriva molti sospetti nei confronti della dirigenza

¹³ Alain Plessis, "Le Banque de France et les relations monétaires internationales jusqu'en 1914", 1982.

¹⁴ <https://www.rampantscotland.com/SCM/story.htm>

della Bank of Scotland, per presunte idee giacobine, e vide come un'opportunità quella di insignire della regia patente questa nuova società.

L'aggressiva competizione tra i due istituti di emissione sul mercato valutario, con una battaglia speculativa ai limiti del consentito, portò alla fine ad un accordo tra le due banche nel 1751 in cui esse si impegnavano ad accettarsi reciprocamente le banconote senza finalità competitive, mantenendo comunque la rivalità per quanto riguardava l'espansione dell'attività bancaria, con aperture di succursali in tutto il territorio scozzese.

In tutta Europa vennero seguiti tali esempi, e a fine 800' quasi ogni stato aveva la propria banca centrale nazionale: vale la pena citare Italia e Germania, protagoniste di un'unificazione complicata, ma che riuscirono a fondere i vari istituti di emissione diffusi sui rispettivi territori. In Germania la Reichsbank venne fondata nel 1875 e finì di incorporare tutte le altre banche di emissione nel 1935, mentre nel Belpaese l'istituzione della Banca d'Italia arrivò nel 1893, per risolvere il delicato scandalo della Banca Romana, con il completamento del processo di unione bancaria nel 1926.¹⁵

L'Inghilterra continuò ad essere per tutto il XIX secolo la potenza più importante al mondo, sia a livello politico che economico, e mantenne una leadership indiscussa anche nel sistema creditizio, guidando l'evoluzione verso la grande rivoluzione del Gold Standard.

In Gran Bretagna la situazione monetaria, a causa dei finanziamenti richieste dalle guerre contro Napoleone, richiedeva l'emissione continua di banconote, senza che essere fossero coperte da adeguate riserve di oro o argento, il che portò alla sospensione della conversione delle banconote in monete metalliche: si apriva una fase di cosiddetto "corso forzoso", in cui la cartamoneta diventava il metodo di pagamento principale, causando un'inflazione elevatissima.

Dopo il Congresso di Vienna vi fu un periodo di relativa pace, e la monarchia inglese ebbe la possibilità di tornare ad un sistema bimetallico che però si rivelò estremamente instabile, dato che l'argento valeva molto meno rispetto all'oro: di conseguenza, quest'ultimo veniva usato molto di più come metodo di pagamento, e ciò costrinse il Parlamento a prendere provvedimenti che stabilizzassero il mercato monetario e le speculazioni che si erano create intorno alle fluttuazioni del valore dei due metalli.

Nel 1844 il parlamento inglese promulgò il Bank Charter Act¹⁶. Lo scopo principale della legge era quello di proteggere la convertibilità in oro delle banconote emesse dalla banca centrale, producendo una stabilità macroeconomica e monetaria che fosse garantita dalla stessa Bank of England. L'immissione di carta moneta sul mercato da parte dell'istituto di emissione inglese sarebbe stata direttamente collegata al flusso commerciale di oro, da depositare come riserva proprio presso la Bank of England a copertura completa delle banconote emesse.

L'obiettivo da raggiungere era quindi la stabilità dei prezzi, che si pensava si potesse raggiungere grazie a questa limitazione all'emissione incontrollata di banconote, che aveva causato la maggior parte delle crisi bancarie negli anni precedenti. Nei primi anni successivi al Bank Charter Act il problema inflattivo sembrava essersi risolto, ma la dipendenza dagli afflussi di oro del nuovo sistema si mostrò in tutta la sua grandezza con la scoperta dei primi giacimenti, che causò un aumento di prezzi molto simile a quelli degli anni precedenti.

¹⁵ Charles Albert Eric Goodhart, "The changing role of central banks", 1989.

¹⁶ Denis Patrick O'Brien, "Monetary Base Control and the Bank Charter Act of 1844", 1997.

Nonostante il Gold Standard non fosse assolutamente perfetto, si rivelò comunque il sistema monetario più affidabile sul lungo periodo, soprattutto se comparato al bimetallico, il più in voga del XIX secolo; a causare il fallimento di quest'ultimo fu, nel 1871, l'ingente richiesta di risarcimento della Germania di Bismarck alla Francia dopo il successo nella guerra Franco-Prussiana. La cessione di una somma così sproporzionata rispetto alle abitudini dell'epoca (5 miliardi di franchi) portò nelle casse tedesche una grande quantità di oro che servì per l'istituzione della già citata Reichsbank come banca centrale della nuova nazione unificata, con potere di emissione di banconote convertibile in monete d'oro e conseguente svalutazione dell'argento messo in grande quantità sul mercato dal Reich. La rapida espansione commerciale tedesca e la leadership storica degli inglesi portarono anche le altre nazioni europee sulla strada del Gold Standard, sistema che avrebbe resistito, con alterne fortune causate specialmente dalla Grande Guerra, fino al 1931.

Tra fine XIX e inizio XX secolo le redini dell'economia mondiale passarono agli Stati Uniti, la nuova modernissima potenza di oltreoceano che sarebbe diventata la protagonista assoluta di tutti gli eventi dell'era contemporanea. La peculiarità del sistema bancario americano fu quella di un'assenza di centralizzazione della politica monetaria, nonostante ci fossero stati due esperimenti mai rinnovati dal governo: la Prima e la Seconda Banca degli Stati Uniti, istituite con obiettivi di stabilizzazione monetaria e centralizzazione della politica finanziaria.

L'ideatore delle banche di emissione negli USA, sul modello inglese¹⁷, fu Alexander Hamilton, primo Segretario al Tesoro della nuova nazione, ai quali si opposero fortemente altre personalità ancora più importanti, Thomas Jefferson e James Madison (3° e 4° Presidente degli Stati Uniti), che ritenevano l'istituzione di una banca centrale una mossa a favore del Nord industriale in cui i banchieri iniziavano ad essere particolarmente influenti e, di conseguenza, contro il Sud agrario del paese. Lo stesso Madison dovette però istituire la Second Central Bank per regolare l'imperiosa inflazione in seguito alla Guerra Anglo-Americana, ma anche in questo caso il mandato non fu rinnovato perché Andrew Jackson, nel frattempo divenuto presidente, si oppose a tale possibilità, liquidando le risorse della SCB alle banche private che vennero abilitate a emettere moneta in maniera indipendente: si apriva la "Free Banking Era", un periodo di instabilità monetaria fortissima ma, allo stesso tempo, caratterizzata dal più grande sviluppo economico degli Stati Uniti dal 1776, nonostante numerosi fallimenti a causa del pressoché inesistente controllo sulle singole politiche di emissione delle banche.

Nel 1863 il Congresso approvò il National Banking Act, proprio per mettere fine alla profonda incertezza che regnava nel settore bancario; tuttavia non si trattò di una nuova istituzione di una banca centrale, bensì di una nazionalizzazione degli istituti di emissione che, però, sarebbero stati numerosi all'interno del paese, in un vero e proprio sistema di banche controllate da autorità pubbliche, tutte dotate di un parziale monopolio sull'emissione di banconote e limitate in ciò da rigidi requisiti di capitale e riserve, inizialmente secondo un sistema bimetallico e poi, dal 1900, con base monetaria in oro.

Il National Banking Act si rivelò però un disastro dal punto di vista economico, dato che non si riuscì a creare un sistema interbancario capace di svolgere la funzione primaria delle aziende creditizie, cioè l'allocazione di risorse da soggetti in surplus di fondi finanziari a coloro che si trovano in deficit. Il modello statunitense non risultò efficace nel risolvere né la grande crisi deflazionistica (riguardante però tutto il mercato mondiale) del 1873 né quella che più specificatamente interessò l'ambito bancario americano nel 1907, quando fu addirittura il banchiere John Pierpont Morgan a iniettare ingenti somme di denaro nel mercato del credito, per cercare di arginare gli enormi danni della "corsa

¹⁷ Peter Howells, "The U.S. Fed and the Bank of England", 2013.

agli sportelli” dei risparmiatori: le banche erano controllate dallo stato, ma non erano organizzate tra loro e la mancanza di un prestatore di ultima istanza fu la causa dell’aggravarsi di tale crisi¹⁸.

L’Aldrich-Vreeland Act derivò proprio da questa delicata circostanza: con esso vennero presi provvedimenti di natura monetaria, in un primo momento per far “guarire” il sistema attraverso temporanee associazioni di banche locali che riuscissero a creare tanti piccoli mercati interbancari e, in seguito, costituendo la National Monetary Commission che avrebbe espresso il parere tecnico definitivo sulle riforme da fare per stabilizzare il settore creditizio. La Commissione comunicò il piano da attuarsi (l’Aldrich Plan), che consisteva nella fondamentale creazione di un’istituzione centrale in grado di emettere valuta e riscattare i commercial paper delle banche associate ad essa, fungendo quindi da prestatrice di ultima istanza.¹⁹

A complicare la proposta (di matrice repubblicana), fu il successo democratico nelle elezioni del 1912, ma Woodrow Wilson, nuovo presidente, si adoperò affinché il piano potesse essere realizzato con un solo cambiamento, anche se alquanto importante: il potere gestionale della politica monetaria doveva essere ad appannaggio del governo e non dei banchieri (considerati dal popolo come gli unici responsabili del “Panico del 1907”).²⁰

Nel 1913 il Federal Reserve Act ufficializzò la nascita della banca centrale nazionale degli USA, il Federal Reserve System, organizzata secondo un modello federale parallelo alla struttura politica degli Stati Uniti, con ben 15 filiali regionali; questa divisione fu causata soprattutto dal continuo timore dei politici statunitensi di un’eccessiva centralizzazione della gestione monetaria, una paura che mai aveva abbandonato la cultura statunitense, profondamente orientata al frazionamento del potere.

La Prima Guerra Mondiale portò, come sempre era accaduto durante i precedenti conflitti, ad un’inflazione dilagante in tutto il mondo, a causa di un’emissione di banconote assolutamente imparagonabile alla quantità di riserve auree disponibili. Si tornò praticamente ovunque al “corso forzoso” o, al più, ad una convertibilità solo parziale della cartamoneta emessa. Il circolo vizioso su cui era costruito il sistema monetario bellico consisteva nell’emissione di moneta da parte delle BC in cambio di indebitamento pubblico di proprietà delle banche: tale denaro serviva per finanziare gli investimenti bellici, con le aziende di produzione militare che reinvestivano i ricavi derivanti dalla loro attività negli stessi titoli di debito delle banche. Il problema, se così si può definire, arrivò con la fine della guerra, quando le difficoltà di conversione produttiva da periodo bellico a momento di pace si rivelarono insormontabili per le varie imprese di armamenti, molte delle quali furono costrette alla chiusura.

La Grande Guerra aveva causato danni enormi a tutte le nazioni, a vincitori e vinti, ma la vittima principale del Trattato di Versailles del 1919 fu senza dubbi la Germania, sulle cui ceneri i francesi decisero di infierire con richieste economiche pesantissime, pur se in parte giustificate dalla grande aggressività con cui i tedeschi avevano combattuto al confine franco-tedesco.

Fu il padre della moderna macroeconomia, l’inglese John Maynard Keynes, a sostenere che le pesanti sanzioni inflitte alla Germania avrebbero causato una crisi economica terribile non solo per il paese tedesco, ma anche per l’intero sistema globale che non si adoperò per aiutare una nazione così in difficoltà e vittima di un’iperinflazione dilagante (causata dalla stampa delle banconote per il

¹⁸ Giovanni B. Pittaluga e Giampiero Cama, cit.

¹⁹ Peter Howells, cit.

²⁰ Roger T. Johnson, “Historical Beginnings... The Federal Reserve”, 2010.

pagamento dei debiti di guerra), le cui conseguenze avrebbero influenzato notevolmente l'economia mondiale²¹, specialmente nell'import-export, a causa dell'impressionante differenza nel cambio tra monete di ciascuna nazione: per impedire ciò, quasi tutti i paesi adoperarono una politica economica protezionistica, in netto contrasto con quanto accadeva nel periodo pre-bellico, causando però una produzione nazionale in eccesso rispetto ad una domanda già satura.

L'unica nazione che sembrava salvarsi sembravano proprio gli Stati Uniti, che avevano ormai rimpiazzato la Gran Bretagna come principale potenza mondiale anche se, a discapito di questo ruolo da protagonista, perseverarono con la politica economica protezionista, isolandosi così dal resto del mondo. La dolce illusione dei "Roaring Twenties" nascondeva un problema di estrema sopravvalutazione dei settori industriali, specialmente nei mercati borsistici americani, dove la speculazione dilagava e una vera e propria "bolla" si era creata nel rapporto tra prezzi azionari e vero valore della produzione industriale²².

Nonostante ci fosse quindi una necessità di integrazione economica a livello globale, ciascuna nazione continuò ad intraprendere politiche di crescita completamente indipendenti, ritornando quasi tutte ad uno "pseudo gold standard"²³: tale locuzione, coniata da Milton Friedman molti anni dopo, portava con sé una connotazione negativa, riferita alla volontà degli stati (e quindi delle autorità monetarie alle dipendenze nazionali, specialmente dopo la guerra) di sterilizzare i movimenti commerciali e, tra questi, anche lo scambio di riserve auree tra paesi, per evitare un'inflazione comunque già dilagante e che sarebbe cresciuta ancora di più con ulteriori disavanzi nella bilancia commerciale di ogni stato.

Il sistema aureo crollò però in seguito alla crisi del '29, conosciuta ai più come la Grande Depressione, che portò all'esplosione del mercato azionario statunitense. Il crollo della Borsa portò i risparmiatori a ritirare denaro, provocando carenza di liquidità per le banche e l'insolvenza di molte di queste, con pesanti ripercussioni sulle imprese finanziate dagli istituti di credito che, conseguentemente, dovettero chiudere o operare numerosissimi licenziamenti che portarono la disoccupazione a livelli mai raggiunti prima di allora negli USA.

Nonostante l'assenza di un sistema economico globale, gli Stati Uniti rimanevano i principali finanziatori di guerra delle grandi potenze vincitrici e, allo stesso tempo, prestatori di coloro che avrebbero dovuto riparare i danni causati in quanto sconfitti (come la Germania). L'assenza di fondi negli USA portò quindi la crisi anche nel Vecchio Continente e tale recessione eliminò di fatto ogni possibilità di mantenimento del tallone aureo, specialmente per la necessità di svalutare le valute nazionali nel cercare di tornare competitivi nel breve periodo per l'ambito export.

La reazione della FED fu scarsa, tardiva e sbagliata: la banca centrale statunitense non si mosse a sufficienza come prestatore di ultima istanza nei confronti del settore creditizio, che non poté così recuperare i fondi per evitare i fallimenti delle tante piccole e medie banche americane. La contrazione dell'offerta di moneta causò inoltre la deflazione, che a sua volta accelerò la spirale negativa della produzione industriale. Inoltre, i liberisti repubblicani dell'epoca, in particolare il presidente Herbert Hoover, sostenevano una politica economica basata su spesa pubblica minima e assenza di

²¹ John Maynard Keynes, "The economic consequences of peace", 1919.

²² <https://www.novecento.org/dossier/le-grandi-crisi-del-mondo-contemporaneo/la-crisi-del-1929/#perchealungo>

²³ Milton Friedman, "Real and Pseudo Gold Standards", 1961.

assistenzialismo per le classi meno agiate, ispirandosi alla cosiddetta “mano invisibile” di Adam Smith che avrebbe riportato tutto alla normalità.²⁴

Nonostante si fosse convinto della necessità di un intervento statale, Hoover continuò a considerare prioritariamente il risanamento del settore finanziario, a sfavore di una politica di welfare che avrebbe potuto quantomeno far riprendere lentamente i consumi dei ceti medio-bassi, ormai ridotti alla miseria.

Nel 1933 vince le elezioni presidenziali Franklin Delano Roosevelt, democratico fautore di un energico intervento statale nell'economia, conosciuto come New Deal, un nuovo corso per la storia americana. I punti fondamentali della riforma sociale intrapresa da Roosevelt erano la capacità di ristrutturazione del sistema bancario, l'aumento dei sussidi di disoccupazione e un vasto programma di lavori pubblici che avrebbe occupato gran parte della popolazione americana senza lavoro. La ripresa americana fu comunque altalenante a causa di numerose contraddizioni insite nel programma rooseveltiano di chiara matrice keynesiana, che si scontrò con il modello del libero scambio e dell'indipendenza economica su cui si era basata la storia economica degli USA; la definitiva ripresa sarebbe arrivata quindi, solo dopo lo scoppio della seconda guerra mondiale, grazie al fortissimo aumento della produzione industriale, guidato ovviamente dal settore bellico.

A livello globale continuava però a mancare un'intesa commerciale tra i diversi paesi: da un certo punto di vista le politiche protezionistiche continuavano ad esserci, con la svalutazione monetaria che venne adoperata come mezzo di aumento delle esportazioni da quasi ogni paese, rendendo però il mercato dei tassi di cambio estremamente volubile e impossibile da gestire, creando dei veri e propri blocchi commerciali coloniali per ogni grande potenza, mentre, da una prospettiva più politica, le rivalità tra i grandi stati sarebbero sfociate nello scoppio della Seconda Guerra Mondiale.

2.2 L'integrazione bancaria globale e la lunga strada verso l'istituzione della BCE

La Seconda Guerra Mondiale è stato probabilmente l'avvenimento più tragico della storia dell'umanità, soprattutto a causa della brutalità con cui non si risparmiarono nemmeno gli innocenti e inermi civili, sia attraverso operazioni militari che, purtroppo, mediante sistemi di pulizia etnica e sterminio totale. Bisogna però ricordare come, non diminuendo le enormi responsabilità dei regimi autoritari nello scatenare il conflitto, le cause dello scoppio della guerra vadano ricercate in gravi errori politici fatti anni orsono.

Proprio la nascita della più terribile dittatura del 900', quella nazista di Adolf Hitler in Germania, fu dovuta ad un profondo disagio economico vissuto in Germania dopo il devastante Patto di Versailles, con un'iperinflazione che imperversò e rese il ceto medio tedesco, abituato durante l'impero a una vita agiata e piena di lusso, estremamente povero e privo di potere d'acquisto, anche a breve termine. La Grande Depressione era stata la goccia che aveva fatto traboccare il vaso: gli Stati Uniti, unici finanziatori della Germania nella restituzione dell'enorme debito di guerra a Gran Bretagna e Francia, non poterono più erogare prestiti e, di conseguenza, il sistema tedesco collassò quasi totalmente, non aiutato da una politica liberale di limitazione della spesa pubblica (proprio come avvenuto inizialmente negli USA) che si rivelò in seguito disastrosa.

²⁴ <https://www.epertutti.com/storia/LA-CRISI-DEL-E-IL-NEW-DEAL-Cri24726.php>

Negli ultimi anni del conflitto (1943-45) si era ormai compreso che la Germania non potesse resistere tanto a lungo, specialmente dopo l'intervento deciso degli Stati Uniti in seguito all'attacco di Pearl Harbor. Proprio gli USA erano l'unica nazione che aveva di fatto beneficiato dallo scoppio della guerra: la produzione industriale si era moltiplicata, all'inizio soltanto per l'approvvigionamento ai paesi europei avversari di Hitler e, in seguito all'ingresso in guerra, non solo per gli Alleati ma anche per il proprio esercito, con il vantaggio non trascurabile di non avere danni nel proprio territorio, eccezion fatta per l'attacco iniziale ovviamente.

Roosevelt, riletto eccezionalmente per addirittura 4 mandati prima di morire nel 45', aveva compreso come l'isolazionismo e il blocco commerciale non avrebbero fatto altro che portare gravi danni all'economia statunitense, pur ripresasi dopo le riforme del New Deal, e globale. La preoccupazione maggiore riguardava un'Europa devastata dalla guerra, e in cui non bisognava commettere l'errore del 1919, cioè quello di affidare al loro destino le sorti dei paesi sconfitti, la Germania in particolare, sia per un fattore economico che di stabilità politica per evitare ulteriori guerre mondiali.

Fu quindi la paura di un riproporsi delle situazioni che avevano portato la crisi economica e politica in Europa durante gli anni 30' a indurre le grandi potenze industriali ad accettare l'invito statunitense alla Conferenza di Bretton Woods, tenutasi tra il 1° e il 22 luglio 1944.

Le discussioni, tenutesi tra le più illustri delegazioni di economisti provenienti da tutto il mondo, erano fondate su ciò che era già stato fatto dopo il primo crollo del Gold Standard (1914) e che non andava ripetuto per nessun motivo: innanzitutto il liberismo americano, accompagnato da una testarda politica protezionista, non poteva essere più una risposta valida alle fasi di recessione.

Le politiche macroeconomiche che avrebbero ispirato maggiormente gli accordi raggiunti nella città del New Hampshire erano certamente quelle di Keynes, protagonista nella Conferenza come delegato britannico, che avevano già stimolato l'adozione del New Deal da parte di Roosevelt.²⁵ Le idee di Keynes erano molto chiare sul nuovo ordine economico: gli Stati dovevano avere un ruolo centrale nella gestione dell'economia, volto ad evitare crisi sistemiche come quella degli anni 30', intervenendo sulla domanda aggregata durante fasi di ciclo economico negative, così da evitare un circolo vizioso che porterebbe l'intero sistema in recessione. La rivoluzione keynesiana si basa quindi su un incremento della spesa pubblica "giustificato" dalla necessità di incrementare i consumi, specialmente dei ceti più poveri, in pieno contrasto quindi con la "Legge degli Sbocchi" nel libero mercato di Jean-Baptiste Say, secondo cui le crisi di sovrapproduzione (con eccesso di offerta) sarebbero state ripianate automaticamente dal meccanismo del mercato, in cui i prezzi sarebbero scesi creando la domanda mancante, in un mondo ideale in cui ciascun venditore reinvesta immediatamente il denaro ottenuto in qualche bene, diventando a sua volta compratore.²⁶

L'opposizione di Keynes all'economia neoclassica si basa sulla critica dell'assunto fondamentale della "Legge degli Sbocchi", in quanto, secondo l'illustre opinione del padre della macroeconomia moderna, i venditori non sono affatto sempre portati a reinvestire il reddito guadagnato, tendendo invece a risparmiare fondi e a creare deficit di domanda sul mercato. Da qui la necessità di investimenti statali per far aumentare l'occupazione, i consumi e gli investimenti, riuscendo ad incrementare anche la domanda aggregata.²⁷

²⁵ Harold James, "The Multiple Context of Bretton Woods", 2011.

²⁶ Jean Baptiste Say, "Traité d'économie politique", 1803.

²⁷ John Maynard Keynes, "The General Theory of Employment, Interest and Money", 1936.

Keynes si ritrovò però alla Conferenza in una posizione di svantaggio “contrattuale” rispetto ai delegati statunitensi, consapevoli del fatto che gli USA avrebbero dovuto essere una guida per gli Alleati negli anni a seguire e che, in cambio di tale ruolo di leadership, avrebbero potuto richiedere numerosi vantaggi nel commercio mondiale. A guidare la delegazione americana vi era un altro economista, molto meno ricordato di Keynes ma, allo stesso, decisamente più influente sulle decisioni che sarebbero state prese a Bretton Woods: Harry Dexter White.

Non è un caso che Gran Bretagna e Stati Uniti ebbero degli incontri preliminari alla Conferenza, durante i quali si discusse molto sul ruolo di finanziatore che avrebbero dovuto avere gli USA nel commercio internazionale²⁸. L’idea generale era quella di creare un sistema di cambi fissi che avrebbe favorito la mobilità dei capitali in tutto il mondo, ma il mantenimento di questo nuovo modello di base monetaria sarebbe stato possibile solo regolando le differenze molto rilevanti in termini di possibilità di investimento tra i diversi paesi, attraverso finanziamenti da nazioni in surplus a quelle in deficit di bilancia commerciale. Gli Stati Uniti erano la nazione con l’economia più solida e con un netto avanzo commerciale, e per questi motivi avrebbero dovuto avere la funzione di punto di riferimento del sistema monetario e, allo stesso tempo, di prestatore dei paesi in deficit: questa era l’idea di Keynes, probabilmente influenzato anche dal fatto di essere cittadino di una delle nazioni che più aveva perso potere economico durante la guerra.

La posizione di forza con cui gli USA si presentarono al congresso non permise però una piena applicazione del piano di Keynes, dato che White seppe, attraverso una grande abilità diplomatica, ottenere una drastica riduzione di tali finanziamenti. Andava comunque creato un sistema monetario di cambi fissi, che si rivelerà essere un “Gold Exchange Standard” incentrato sul valore del dollaro rispetto a tutte le valute globali: la moneta americana sarebbe stata invece agganciata al valore delle riserve auree.

Il nuovo sistema monetario dollaro-centrico, nonostante i grandi benefici che avrebbe portato al governo statunitense, sembrava essere l’unica soluzione possibile in un momento di forte instabilità politica conseguenza della più grande crisi economica della storia contemporanea.

Tutti gli esponenti delle nazioni impegnate nella Conferenza erano convinti della necessità di creare un sistema di interconnessione commerciale mondiale, che avrebbe reso più difficile il verificarsi di nuove recessioni così devastanti e, quindi, causato conflitti tra le diverse nazioni. Il pervasivo controllo del movimento dei capitali degli anni 30’ aveva soltanto aggravato la Grande Depressione: i tassi di cambio estremamente variabili, le svalutazioni monetarie per incentivare artificialmente le esportazioni e le politiche protezionistiche volte a limitare le importazioni da paesi stranieri erano solo alcuni dei mezzi utilizzati in malomodo dagli stati, in maniera molto egoista rispetto ai bisogni dell’equilibrio economico globale.

La nascita di un sistema finanziario multilaterale dipendeva quindi da un nuovo controllo continuo dei movimenti di capitali, non più affidato ai singoli Stati in un’ottica individualistica e protezionista, ma a un ente internazionale superiore che avrebbe dovuto regolare il mercato globale, garantendone la stabilità e l’efficienza.

Nacquero quindi il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, le prime due istituzioni economico-finanziarie di rilievo globale, che avrebbero avuto un ruolo fondamentale nella ripresa del commercio internazionale.

²⁸ Harold James, cit.

L’FMI era inizialmente basato sulla funzione di stabilizzazione dei cambi del Gold Exchange Standard; questa istituzione aveva quindi l’obiettivo di regolazione del mercato monetario, evitando il più possibile svalutazioni competitive degli stati attraverso finanziamenti che avrebbero dovuto risollevarne le bilance dei pagamenti delle nazioni in disavanzo, favorendo quindi un commercio internazionale il più equo possibile. Il grande peso degli USA nella nascita del Fondo è abbastanza chiaro guardando il capitale sottoscritto dalle diverse nazioni, nettamente superiore per lo stato americano rispetto a qualunque altro paese: ciò consentiva un enorme guadagno di interessi per gli Stati Uniti, principali creditori internazionali, quando l’FMI doveva attuare finanziamenti a paesi in difficoltà. Il piano di White di rendere gli USA protagonisti privilegiati di qualunque accordo finanziario internazionale ebbe quindi successo, nonostante l’opposizione di Keynes, che auspicava la creazione di un Fondo ancor più cooperativo, con funzione di assistenza agli stati bisognosi e con l’esistenza di una sorta di moneta internazionale (il Bancor) che avrebbe regolato le operazioni finanziarie del fondo, sottraendo l’egemonia creditizia agli Stati Uniti.²⁹

Un ruolo di assistenza prettamente finanziaria venne invece assunto dalla Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BIRS), poi divenuta Banca Mondiale. L’altra grande istituzione di Bretton Woods svolse un compito fondamentale nel secondo dopoguerra, aiutando con finanziamenti ingenti a lungo termine le economie dell’Europa e del Giappone in grossa difficoltà, garantendo quindi un sostegno alla ripresa economica con politiche creditizie espansive per grandi progetti infrastrutturali. In seguito alla velocissima ripresa delle potenze suddette la BM continuò a prestare molto denaro a i paesi in via di sviluppo (America Latina, Asia, Africa) con obiettivi ancora maggiori rispetto a quelli perseguiti per il Vecchio Continente e il Giappone: servivano riforme sociali, sanitarie e sull’educazione, in aggiunta alla necessità di ridurre drasticamente la povertà di queste nazioni nettamente indietro rispetto al mondo industrializzato occidentale.

Tornando però al nocciolo della questione, gli Accordi di Bretton Woods furono il primo grande passo verso un’economia globalizzata, in cui ogni nazione avrebbe dovuto perseguire politiche economiche che favorissero non solo il proprio benessere individuale ma, soprattutto, la stabilità politica ed economica a livello internazionale.

Il mercato valutario avrebbe avuto un ruolo centrale nel perseguimento di questo ambizioso progetto di globalizzazione, grazie alla possibilità di negoziazione delle varie monete ad un tasso di cambio fisso, con la sola possibilità di una piccola variazione entro un determinato intervallo (dell’1%). I governi dovevano comunque intervenire sul mercato valutario attraverso acquisti e vendite di valute per assicurare che il tasso di cambio rimanesse all’interno dell’intervallo prefissato.

Gli Stati Uniti furono, per motivi diversi, i principali fautori degli Accordi e, allo stesso tempo, coloro che decretarono la fine del Gold Exchange Standard: nel 1944 erano la principale potenza mondiale e lo sarebbero rimasti per tutto il secolo, venendo quindi visti come l’unica entità nazionale che potesse garantire una certa affidabilità nel regolare il mercato. Tuttavia, vi erano alcune problematiche (già annunciate da Keynes) che non vennero prese in considerazione nella stipula degli Accordi, specialmente a causa del fortissimo potere contrattuale che gli USA avevano in quei difficili anni.

Il dollaro era la moneta di riferimento secondo il nuovo sistema, ma non vi erano sufficienti controlli sulla FED per arginare possibili movimenti speculativi che successivamente avrebbero portato al crollo della valuta statunitense. L’obbligo di detenere una riserva di dollari per qualunque banca estera

²⁹ Benn Steil, “The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order”, 2013.

permetteva alla banca centrale statunitense di conoscere la quantità di moneta americana presente nel mondo, ma la FED non era in grado di rimborsare nemmeno questa piccola parte di massa monetaria detenuta all'estero con le riserve auree a sua disposizione: questo fatto era chiaro anche nel 1944, ma si sperava che gli Stati Uniti potessero intraprendere politiche monetarie incentrate sulla stabilità dei prezzi, così da evitare l'inflazione e la svalutazione del dollaro.

Purtroppo il ruolo di perno del sistema affidato agli USA portò alla fine degli Accordi: le ingenti spese militari per il finanziamento delle guerre statunitensi (in particolare in Vietnam), il forte aumento della spesa pubblica e del debito americano segnarono la fine del sistema dollaro-centrico istituito a Bretton Woods.³⁰ Il 15 agosto 1971 a Camp David, Richard Nixon annunciò la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, in quanto, con le crescenti richieste di conversione in oro, le riserve auree americane si stavano sempre più assottigliando.

L'Accordo di Washington del 1971 (Smithsonian Agreement) fu volto al riallineamento delle valute: i principali paesi si accordarono affinché il dollaro fosse riportato verso il suo reale valore e fu deciso un allargamento dei limiti di fluttuazione dei tassi di cambio consentiti, dall'1 al 2.5 %.

Anche quest'ultimo tentativo di far sopravvivere un sistema di cambi fissi però non era sostenibile, e si giunse quindi al Secondo Accordo di Washington (Smithsonian Agreement II) in cui furono completamente eliminati i limiti alle variazioni dei tassi di cambio, sancendo la libera fluttuazione delle valute, con un ritorno ad un potere individuale di ogni banca centrale nel manovrare i tassi di interesse per regolare la direzione dei tassi di cambio.

Tuttavia, le istituzioni create a Bretton Woods sopravvissero ma si trovarono a ridefinire priorità e obiettivi.

In particolare, il FMI con la caduta di Bretton Woods ha visto di fatto cambiare il proprio ruolo di sorveglianza. Venuto meno con i cambi flessibili e l'abbandono dello standard aureo la necessità di gestire la liquidità internazionale, l'attenzione del FMI è stata portata sulle politiche macroeconomiche interne perseguite dai membri e sugli elementi strutturali dei loro mercati. Venne data priorità all'obiettivo di finanziamento degli squilibri della bilancia dei pagamenti dei paesi in via di sviluppo trasformando il FMI da prestatore a breve termine a prestatore a lungo termine. Il FMI si trovava quindi investito del compito effettuare prestiti vincolati al rispetto di specifiche condizioni e a piani di rigorosa stabilizzazione macroeconomica.

Nel frattempo, nel Vecchio Continente si respirava un'aria di integrazione tra paesi che per secoli si erano scontrati per il controllo del mondo; molti politici del tempo avevano individuato la necessità di una più stretta collaborazione tra le nazioni europee, sia per evitare il riproporsi di devastanti conflitti, sia per arginare l'esagerato potere delle due grandi potenze mondiali, cioè USA e URSS.

Gli Stati Uniti si dimostrarono particolarmente interessati al progetto di integrazione europea, non ovviamente in quanto partecipanti ma piuttosto in qualità di finanziatori, come già annunciato da George Marshall, allora Segretario di Stato americano, nel 1947. L'interesse USA non era però un atto di beneficenza privo di interessi politici, dato che l'obiettivo era quello di diffondere in Europa una mentalità capitalista, libero-imprenditoriale e, soprattutto, anticomunista, in grado di aiutare lo stesso paese americano in quella che poi verrà chiamata "Guerra Fredda" contro la potenza sovietica: affinché l'Europa fosse un efficiente alleato, era tuttavia una sua ripresa dalle devastazioni che aveva portato la guerra.

³⁰ <https://www.borsaitaliana.it>

Il “Piano Marshall” non consistette però in un finanziamento diretto alle nazioni partecipanti (tutte quelle appartenenti al Vecchio Continente, ma escludendo quelle del cosiddetto “blocco sovietico”), bensì in una fornitura di beni e servizi ai governi nazionali, che avrebbero poi venduto questi prodotti alle imprese e ai cittadini per allentare la situazione di crisi post-guerra. Gli investimenti maggiori riguardarono comunque le infrastrutture e i graduali ripagamenti dei debiti bellici, affinché il contesto commerciale europeo potesse diventare il più aperto possibile, evitando allo stesso tempo fenomeni di inflazione che si erano verificati dopo la Prima Guerra Mondiale.³¹

Il clima di collaborazione tra i diversi paesi, per la prima volta senza fini egoistici e politiche protezionistiche, fu la premessa alla base della immediata ripresa europea, che andava però consolidata con i nuovi principi di libera concorrenza di matrice statunitense, che avevano ormai influenzato notevolmente l’opinione pubblica, sempre più convinta della necessità di una condivisione netta tra le principali potenze europee.

A segnare una svolta per la nascita della prima comunità europea vi fu la dichiarazione del Ministro degli Esteri francese Robert Schuman, che rivendicò l’importanza fondamentale di un’alleanza tra i paesi europei per quanto riguardava la gestione delle ricchezze minerarie, fonte di numerosi conflitti nel passato, specialmente al confine franco-tedesco. Il carbone e l’acciaio erano due dei principali materiali per l’approvvigionamento bellico, e una gestione comunitaria della loro estrazione e commercio avrebbe evitato possibili sviluppi militari di qualche potenza europea senza che le altre ne venissero a conoscenza. Il 23 Luglio del 1952 entrò in vigore la CECA (Comunità Europea del Carbone e dell’Acciaio): firmarono l’accordo 6 paesi, cioè Francia, Germania, Paesi Bassi, Belgio, Lussemburgo e Italia. Il Trattato di Parigi (stipulato un anno prima, il 18 Aprile del 1951) aprì la strada alla nascita di un mercato comune del carbone e dell’acciaio, alle cui fondamenta vi era il principio di libera circolazione delle merci, concorrenza e indipendenza di tale mercato da aiuti degli stati, che invece avrebbero dovuto privarsi della propria sovranità in quest’area commerciale a vantaggio di un ente sovranazionale.³²

Vi era comunque una consapevolezza comune sul fatto che non bastasse la CECA per una gestione comunitaria dell’apparato economico europeo: Jean Monnet, primo presidente della “Comunità dei 6”, fu il principale fautore dell’allargamento dell’ambito di azione in cui avrebbero dovuto operare in maniera integrata le grandi potenze europee.

Gli Stati Uniti esercitarono una notevole influenza sulla rapidità con cui si giunse ai Trattati di Roma del 25 Marzo 1957, specialmente a causa dello scontro atomico che si profilava con l’Unione Sovietica. Era necessario che i paesi europei partecipassero a questa “corsa” agli armamenti, affinché potessero aiutare gli USA in cambio di una difesa territoriale da parte della potenza americana dalla minaccia URSS, che dal punto di vista geografico era ovviamente pericolosissima per le potenze occidentali; inoltre, per combattere la carenza generalizzata di energia “tradizionale” degli anni 50’, i 6 stati fondatori si orientarono verso l’energia nucleare come mezzo per conseguire l’indipendenza energetica, pur con costi d’investimento elevatissimi che sarebbero stati superati dall’unione di questi paesi nell’EURATOM, la Comunità Europea dell’Energia Atomica.³³

Ma il vero fiore all’occhiello dei Trattati di Roma fu l’istituzione della CEE, la Comunità Economica Europea, un’istituzione sovranazionale con l’obiettivo primario di creare uno spazio in cui si sarebbe

³¹ Armin Grunbacher, “Cold-War Economics: The Use of Marshall Plan Counterpart Funds in Germany, 1948-1960”, 2012.

³² <https://www.europa.eu>

³³ <https://www.eur-lex.europa.eu>

formato un vero e proprio mercato comune tra gli stati membri, in cui si sarebbe creata un'unione doganale dove fosse garantita la libera circolazione delle persone, dei servizi, delle merci e dei capitali.³⁴

Gli anni 60' furono floridi per l'economia europea, grazie soprattutto al fatto che i paesi della CEE non applicavano più dazi doganali agli scambi reciproci, condividendo il controllo dell'approvvigionamento alimentare che consentirà addirittura un surplus di produzione agricola. A testimonianza dei benefici dell'unione doganale, si riscontrava una netta differenza nella ripresa economica della Germania Ovest rispetto ai "cugini" socialisti dell'Est: il controllo statale e il sistema di economia pianificata in stile sovietico non portarono benefici alla Repubblica Democratica Tedesca (quella orientale), mentre i finanziamenti americani e la libera concorrenza sancita dagli accordi comunitari garantirono una rapida ripresa alla Repubblica Federale (occidentale).

Il Trattato di Fusione entrato in vigore il 1° Luglio del 1967 sancisce l'unione delle strutture organizzative di CEE, EURATOM e CECA, con la nascita di una Commissione e di un Consiglio delle comunità finalmente unici, costituiti da membri dei 6 stati fondatori e che, con l'allargarsi della partecipazione al processo di integrazione europea, avrebbero garantito la partecipazione di individui provenienti da ogni paese membro.

Tra il 68' e tutto il decennio successivo il clima politico-economico a livello globale si surriscaldò: le proteste studentesche, iniziate negli Stati Uniti a causa delle varie vicissitudini militari (Cuba e Vietnam in particolare) e dell'esplosione del movimento dei diritti civili, portarono un'atmosfera rivoluzionaria anche in Europa, anticapitalista e, allo stesso tempo, anticomunista, nonostante la matrice delle contestazioni fosse tipicamente di sinistra. L'addio agli accordi di Bretton Woods e la crisi petrolifera del 1973 determinarono l'inizio di una fase di grosso disagio sociale ed economico, creando una cultura completamente nuova, molto più attenta a bisogni non prettamente produttivi su cui si era basato lo sviluppo degli anni 60', ma sempre più vicina a tematiche delicate come il risparmio energetico e la tutela dei lavoratori più deboli, in un'ottica profondamente anti-sistemica, nei confronti sia del blocco americano-occidentale che di quello socialista del Patto di Varsavia.

Dopo il 1973 ripresero grande vigore le teorie neoliberiste, che ebbero tra i sostenitori più convinti Margaret Thatcher, primo ministro britannico, e Ronald Reagan, presidente statunitense, che cercarono di arginare la crisi con politiche economiche deregolamentative (specialmente per il mercato del lavoro, riducendo drasticamente il potere sindacale) e mediante l'introduzione di forti sgravi fiscali per imprese e grandi patrimoni, che avrebbero garantito maggiori investimenti, secondo una politica dal lato "supply-side" dal lato dell'offerta, capace di ripristinare il funzionamento del mercato e assicurare una nuova crescita economica. Inoltre, i neoliberisti consideravano un fallimento l'intervento statale, che impediva il libero funzionamento del mercato: cercarono quindi di ridimensionare fortemente il costruito del Welfare State, ma ciò si scontrava con cittadini che si sentivano ormai garantiti da questo profondo assistenzialismo statale. La riduzione dell'influenza governativa sull'economia fu quindi raggiunta solo parzialmente, con privatizzazioni e liberalizzazioni a livello bancario e imprenditoriale, ma lasciando gran parte degli ausili messi a disposizione dei ceti meno agiati a partire dal New Deal.³⁵

Ad essere colpiti in misura preponderante dalle crisi petrolifere e dal crollo del sistema dei cambi fissi furono i paesi dell'Europa occidentale, dove l'inflazione venne percepita come la peggiore minaccia

³⁴ Art.8 Trattato di Roma.

³⁵ Ennio De Simone, "Storia economica: dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica", 2014.

alle economie europee. I governi tralasciarono le politiche di lotta alla disoccupazione (aumentata decisamente dopo il '73 e sopportata soltanto grazie ai sistemi di sicurezza sociale di matrice keynesiana che avrebbero fatto aumentare il debito pubblico) occupandosi soltanto di stabilizzare il livello dei prezzi, con politiche restrittive del credito che non favorirono investimenti e crescita, ma che alla fine ebbero successo, portando ad una nuova diminuzione dei prezzi negli anni '80. Le politiche monetariste di gestione della massa monetaria offerta dalle banche centrali vennero introdotte, nel confronto tra le diverse scuole di pensiero, da Milton Friedman, economista statunitense che più di tutti avrebbe influenzato le future politiche monetarie restrittive delle banche centrali occidentali. In Europa, la necessità di combattere l'inflazione era anche dovuta ad un obiettivo chiaro dei vari stati membri, ossia l'unione monetaria: nel 1979 l'accordo sulla costituzione del Sistema Monetario Europeo (SME) prevedeva una fissazione di una parità tra le varie monete con possibilità di oscillazioni intorno a un intervallo del 2.25%, che però non sarebbe mai stato rispettato da tutte le valute a causa soprattutto di svalutazioni competitive di molti paesi.

La ripresa degli anni '80 e la carismatica figura di Jacques Delors, presidente della Commissione Europea dal 1985 al 1995, accelerarono molto questo complesso processo di unificazione monetaria e politica. Sotto la presidenza del francese vennero firmati gli Accordi di Schengen per la libera circolazione dei cittadini all'interno della Comunità, l'Atto Unico Europeo per rilanciare una più facilitata integrazione europea e la formazione di un mercato interno dopo i difficili anni '70, mediante modifiche semplificative delle competenze dei vari organi europei, e soprattutto il Trattato di Maastricht del 1992, vero spartiacque verso una completa unificazione dei paesi europei.³⁶

Quello di Maastricht è il Trattato sull'Unione Europea, basato su 3 pilastri: la Comunità Europea (composta da CEE, CECA e EURATOM), una politica estera e di sicurezza comune e, infine, la cooperazione tra governi europei per giustizia e affari interni. Nella cittadina olandese si gettarono soprattutto le basi per l'unione economica e monetaria, con la futura istituzione di una moneta unica ed un coordinamento tra le politiche economiche di ogni paese, sulla stessa lunghezza d'onda di quanto era già stato fatto nei singoli settori (agricolo ed energetico in particolare) negli anni precedenti. Il programma per la costituzione della nuova moneta unica, chiamata Euro, si sarebbe svolto seguendo 3 fasi: la liberalizzazione del movimento dei capitali, una convergenza delle politiche economiche nazionali e, come parte più importante dell'intero processo, la creazione di una moneta unica e di una Banca Centrale Europea. Ogni paese, per poter adottare l'Euro, avrebbe dovuto rispettare dei criteri di inflazione, di debito pubblico, di tasso di interesse e di cambio.

Per quanto riguardava l'inflazione, il tasso avrebbe dovuto essere non superiore dell'1.5 % rispetto ai tre paesi più virtuosi, mentre i rapporti deficit/PIL e debito pubblico/PIL non avrebbero dovuto rispettivamente superare il 3% e il 60%. Il tasso d'interesse a lungo termine di ciascun paese non doveva essere maggiore del 2% rispetto ai tre paesi migliori per quanto riguardava l'aspetto inflattivo (dato lo stretto legame tra le due variabili) e i tassi di cambio delle monete nazionali sarebbero dovuti rimanere stabili intorno ad un tasso fisso incentrato sul valore teorico dell'Euro, che dal 1999 sarebbe entrato in vigore per i pagamenti elettronici.

Nel 1994 nacque l'IME (Istituto Monetario Europeo), istituzione transitoria che avrebbe dovuto creare i presupposti per un coordinamento tra le banche centrali nazionali, ancora responsabili delle politiche monetarie di ciascun paese, preparando la nascita della moneta unica attraverso convergenze normative ed economiche tra le banche centrali.

³⁶ Helen Drake, "Political Leadership and European Integration: The Case of Jacques Delors", 1995.

L'obiettivo di quello che sarebbe diventato l'SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali) era il mantenimento della stabilità dei prezzi, grazie ad una politica di coordinamento tra la Banca Centrale Europea, istituita nel 1999 dopo la parentesi dell'IME, e le banche centrali nazionali. L'SEBC ha una funzione non solamente di regolazione monetaria, ma anche di integrazione economica tra tutti i paesi dell'UE, anche perché è composta non solo dalle banche centrali aderenti all'Euro, ma anche da quelle degli stati membri ancora indipendenti dal punto di vista monetario: proprio in base a ciò si distingue dall'Eurosistema, composto da BCE e banche centrali degli stati con moneta unica.

Dal 1° gennaio 2002 vennero emesse in circolazione le prime banconote della nuova valuta dalla BCE, ormai unica responsabile della politica monetaria europea: si era concluso un processo durato mezzo secolo, ma che aveva raggiunto un obiettivo impensabile subito dopo la fine del più grande conflitto mondiale.

2.3 La grande crisi economica del 2008

Le politiche economiche neoliberiste adottate dopo le crisi monetarie ed energetiche degli anni 70' portarono alla nascita di un fenomeno di cui si sente parlare quotidianamente: la globalizzazione.

Con tale termine si identifica l'insieme di riforme socioeconomiche che, a livello internazionale, hanno portato alla formazione di un mercato globale dei capitali e del lavoro. Questo incredibile sviluppo è stato reso possibile dal progresso tecnologico, che ha permesso l'accelerazione dei processi per il commercio internazionale e per le transazioni finanziarie, a costi sempre minori. Una delle principali caratteristiche di questo fenomeno è stata l'interdipendenza tra le economie di tutto il mondo, in quanto l'aumento esponenziale degli scambi commerciali tra nazioni lontanissime ha aumentato l'influenza reciproca tra gli stati nell'ambito economico, rendendo ancora più importante una gestione a livello sistemico dei mercati globali.

Il movimento pressoché immediato di capitali finanziari da una parte all'altra del mondo ha rivestito una particolare importanza nello sviluppo della nuova economia globale, nella quale la finanza è la protagonista assoluta: la deregolamentazione consentita dalle politiche neoliberiste ha comportato una diffusione dei mezzi finanziari nelle mani dei risparmiatori che, non avendo nella maggior parte dei casi gli strumenti e le capacità per investire sul mercato, si rivolgono a intermediari di vario tipo, gestiti da top manager che hanno notevoli interessi nell'intraprendere negoziazioni di carattere fortemente speculativo.

La congiuntura positiva del ciclo economico degli inizi del XX secolo si sentiva soprattutto negli Stati Uniti, ormai considerati unica guida affidabile a livello internazionale dopo la caduta dell'URSS: la fiducia negli USA era tanta da parte degli investitori, e Wall Street conobbe una forte espansione, nonostante un piccolo stop dovuto alla paura di una nuova guerra dopo gli attentati dell'11 Settembre 2001. Ad alimentare un'attività borsistica fortemente speculativa vi erano gli intermediari finanziari, in particolare banche di investimento che concedevano prestiti a forte rischio ad individui assolutamente privi di qualunque certezza di rimborso di tale finanziamento.

Le famiglie prive di un reddito sicuro furono le principali figure alla base di quella che sarebbe divenuta una vera e propria bolla immobiliare nel mercato americano, dato che le istituzioni creditizie finanziavano gli acquisti delle case a tali soggetti con l'erogazione dei cosiddetti mutui subprime, garantiti da ipoteca sulla proprietà acquistata e ritenuti sicuri dalle banche, in quanto il prezzo dei complessi immobiliari continuava ad aumentare grazie ad una domanda sostenuta dagli stessi mutui.

La diffusione di strumenti derivati, il cui valore dipende da un sottostante (generalmente legati all'andamento dei tassi di interesse) rendeva il mercato finanziario sempre più distante dall'economia reale della produzione di beni e servizi, proprio come era accaduto durante gli anni 20' prima dello scoppio della Grande Depressione. Un particolare tipo di derivati è costituito da titoli emessi in seguito a "cartolarizzazioni", operazioni fatte dalle banche per vendere parte dei propri crediti a società veicolo le quali emettono a loro volta sul mercato obbligazioni derivate sulla base del valore di tali crediti. In base a questo circolo vizioso, la banca riceve dei ricavi dalla vendita di questi crediti, con cui può quindi alimentare il mercato dei mutui immobiliari: sembrerebbe quindi un circuito speculativo ideale, che favorisce l'aumento degli investimenti nel mercato immobiliare, garantendo un'abitazione anche a chi non potrebbe apparentemente permettersela. Purtroppo, però se qualche individuo inizia a non restituire capitale e interessi sui crediti concessi dalle banche, il rimborso dei derivati emessi dalle società veicolo non potrà avvenire e, inoltre, gli investitori che hanno acquistato i derivati emessi in seguito a cartolarizzazione possono cederli ad un'altra società veicolo che emetterà nuovi titoli, creando una spirale in cui è impossibile conoscere con certezza le garanzie dei titoli collocati sul mercato finanziario.

Verso la fine del 2006 inizia il processo che porterà all'esplosione della bolla immobiliare americana: gran parte dei subprime venne concessa durante l'espansione del mercato delle abitazioni ad inizio XX secolo, quando una politica monetaria espansiva della FED garantiva tassi di interesse molto bassi (nell'ordine dell'1%). Il problema consisteva nel fatto che i tassi dei mutui erano variabili, regolati intorno a quelli ufficiali della banca centrale statunitense, e a posteriori appare ovvio che tassi così bassi sarebbero potuti aumentare nel tempo, ma l'estrema fiducia nei confronti della crescita del mercato immobiliare offuscò la visione sia dei risparmiatori che delle banche.³⁷

Le politiche monetarie espansive della FED del presidente Alan Greenspan, ispirate a una concezione opposta a quelle restrittive subito dopo il crollo di Wall Street del 29', furono secondo opinione comune una delle cause della crisi dei mutui subprime. La crescita dei tassi di interesse a partire dal 2006 portò ad un aumento delle rate che le famiglie avrebbero dovuto pagare per il mutuo, provocando numerose insolvenze da parte dei cosiddetti subprimer; si aggiunse a ciò il calo dei prezzi delle case (Figura 1), che portò a numerose perdite per le banche di investimento, le quali non potevano vendere le case pignorate senza incorrere in danni patrimoniali, a causa della differenza tra il basso valore delle abitazioni e la ben più alta somma prestata ai debitori insolventi.

Il circolo vizioso generato dalle cartolarizzazioni in ABS (Asset-Backed Securities), gli stessi strumenti obbligazionari ad alto rischio emessi dalle società veicolo e coperti dalla garanzia delle case (proprio per questo definiti anche MBS, Mortgage-Backed Securities, dalla traduzione inglese di "mutuo"), causò una perdita generalizzata nel settore bancario, non solo agli istituti che erogavano credito, ma anche a quelli che, a fini esclusivamente speculativi, compravano i derivati sottostanti. L'eccessiva stratificazione di questi strumenti ingannò anche le più prestigiose agenzie di rating, che continuarono ad incentivare l'acquisto di crediti di dubbia provenienza da parte dei fondi di investimento e banche.

Tutto ciò portò a numerosi fallimenti e insolvenze di banche di investimento che avevano scommesso troppo sulla tenuta della bolla immobiliare, con consistenti e insostenibili perdite nei bilanci dei grandi intermediari finanziari, ripercorse sulle borse mondiali, a cominciare da quella di Wall Street.

³⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisimutuisubprime.htm>



Figura 1³⁸

La bancarotta che più di tutte scosse il mondo degli affari fu quella di Lehman Brothers, una delle società statunitensi più prestigiose e antiche. Per la prima volta da quando era avvenuta la sua quotazione in borsa, la banca americana incorse in una perdita di 2.8 miliardi di dollari, causata prevalentemente dai danni subiti nel settore dei mutui subprime a causa della svalutazione immobiliare. I tentativi per salvare la società furono tanto numerosi quanto inutili: inizialmente fu la Korea Development Bank, istituto pubblico sudcoreano, ad intavolare una trattativa per l'acquisizione di Lehman Brothers, ma il tutto si concluse con un nulla di fatto che provocò ancora crash borsistici per le quotazioni della banca. Intanto la maggior parte degli istituti finanziatori della Lehman comunicavano alla FED di non avere la minima intenzione di continuare ad erogare credito ad una società eccessivamente indebitata e dotata di asset estremamente sopravvalutati. Il management di Lehman Brothers dovette quindi procedere alla vendita, con forti minusvalenze, del suo patrimonio immobiliare, così da cercare di rimediare il più possibile ad un crollo non più sostenibile del titolo in borsa. Anche Barclays e Bank of America si presentarono come possibili acquirenti e salvatrici della banca, ma il deficit di liquidità di Lehman Brothers era talmente grande che il Tesoro americano e la FED non potevano assicurare di prendere parte al salvataggio e nemmeno che la società fornisse le sufficienti garanzie collaterali per il realizzarsi dell'acquisizione.³⁹

Il 15 settembre 2008 è la data chiave che di fatto apre la crisi finanziaria negli Stati Uniti: Lehman Brothers dichiara il fallimento più grande della storia delle banche d'affari, un evento drammatico che si ripercosse su tutto il sistema finanziario americano. Non era fallita soltanto una banca, ma a crollare era tutto quel castello di politiche economiche incentrate sulla liberalizzazione, deregolamentazione e globalizzazione dei mercati e degli strumenti finanziari, il Reaganomics su cui si era basata la ricostruzione economica statunitense dopo i difficili anni 70'.

La crisi dei finanziamenti interbancari statunitensi portò ad una stretta del credito ("credit crunch") in cui gli istituti finanziari non potevano offrire tassi bassi di sconto, a causa dell'erosione del loro capitale, dovuta alla svalutazione degli asset immobiliari. Si trattava di una crisi di liquidità fuori dal comune e, in poco tempo, le problematiche del mondo finanziario si riversarono sull'economia reale: se una banca non concede più prestiti ovviamente diminuiscono gli investimenti e i consumi, e il circolo vizioso porta ad una diminuzione netta dei redditi e della domanda di beni e servizi, causando un drastico calo del livello dei prezzi e, successivamente, della produzione da parte di imprese non

³⁸ <https://www.ilsole24ore.com>

³⁹ https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la_vera_storia_del_fallimento_lehman-205828602/

più finanziate, che saranno costrette a diminuire il personale, provocando l'aumento della disoccupazione.

La crisi, nata in un ambiente sconosciuto alla maggior parte dei cittadini e probabilmente troppo lontano dalla realtà (basti pensare agli stipendi miliardari dei top manager finanziari), si diffuse rapidamente in tutto il mondo, a causa dell'interdipendenza che si era venuta a creare tra le economie di ogni stato, ormai legate indissolubilmente l'una all'altra da un processo di globalizzazione sfrenata. Dopo gli Stati Uniti, i primi stati a soffrire dell'effetto contagio furono quelli dell'Eurozona, principali alleati economici della grande potenza americana: in seguito alla crisi subprime, infatti, numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà, dovute alla presenza degli stessi asset tossici che avevano rovinato le finanze delle grandi società finanziarie americane.⁴⁰ I danni sull'economia reale in Europa furono gli stessi che si erano già sperimentati negli Stati Uniti appena qualche mese prima, in maniera analoga rispetto a quanto era accaduto negli anni 30'.

Tuttavia, tutti i paesi occidentali si resero subito conto che sarebbe stato necessario non ripetere gli errori che nel passato avevano addirittura portato allo scoppio di conflitti tra nazioni devastate dalla recessione: questa consapevolezza vi era anche perché la "giovane" Unione Europea era stata costituita proprio con l'obiettivo di coordinare la politica e l'economia di ciascun stato membro a fini di pace e prosperità. I governi quindi cercavano di operare congiuntamente per individuare e adottare rimedi atti a combattere una crisi che era diventata ufficialmente internazionale e che avrebbe fatto tanti danni sull'economia reale, al pari di quanto successe durante la Grande Depressione.

Il coordinamento tra le politiche economiche degli stati occidentali non fu affatto facile, specialmente all'interno dell'UE, e le cause di questa difficoltà sono numerose.

Innanzitutto, la cessione di sovranità da parte degli stati membri all'Unione Europea è un qualcosa che non si è mai realizzato compiutamente, a causa dei diversi interessi, spesso conflittuali, che hanno i vari paesi, in particolare per quanto riguarda le politiche economiche: questa diversità si è poi ripercossa sulle finanze statali, con differenze evidenti nella bilancia dei pagamenti degli stati (l'esempio di Germania e Grecia è sicuramente il più calzante).

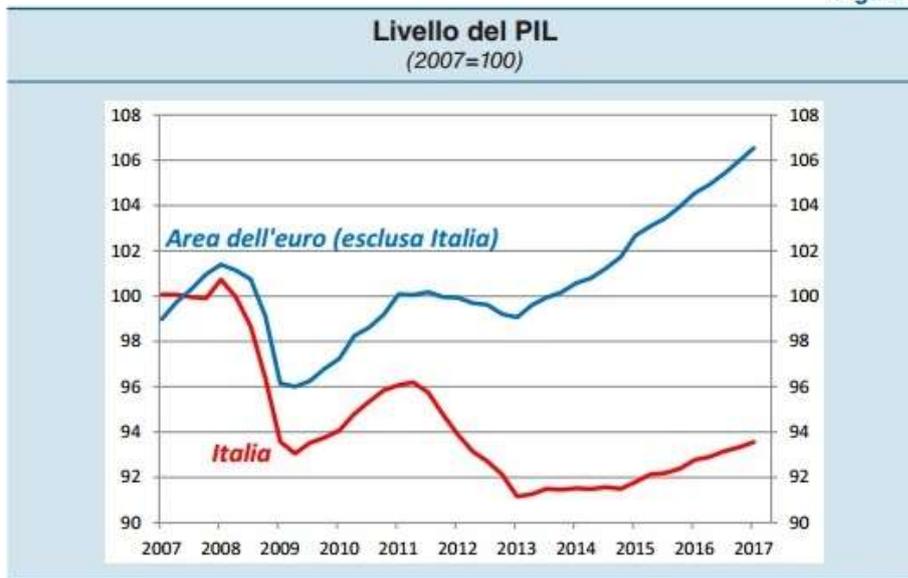
La necessità dei governi di compiere atti che siano adeguati alle esigenze del proprio elettorato, totalmente diverso a seconda che si tratti di partiti conservatori o progressisti, ha reso le differenze tra gli stati ancora più marcate, provocando profonde divisioni all'interno delle istituzioni europee, ancora più evidenti durante la crisi economica. Nel periodo in esame i contrasti si sono ovviamente accentuati, a causa delle diverse visioni politiche su come affrontare delle problematiche così complesse e delicate per l'equilibrio economico e sociale dell'UE.

La moneta unica, che doveva rendere l'Europa una potenza monetaria unitaria in grado di competere con la valuta commerciale per eccellenza, cioè il dollaro, non ha avuto un ruolo così incisivo nel rendere maggiormente competitiva l'economia del Vecchio Continente e, essendo "ab origine" valutata in maniera differente rispetto alle altre monete locali, ha accentuato ancor di più le differenze di cui sopra, diventando la prima accusata da parte dei governi nazionali, che cercano in tutti i modi di distogliere l'attenzione dei cittadini da ogni loro possibile errore.

La diminuzione del PIL in Europa nel periodo peggiore della crisi (2008-2009) fu drastica e generalizzata, e l'Italia fu tra le economie più colpite dal perdurare della recessione (Figura 2).

⁴⁰ <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

Figura 3



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Eurostat. Nota: PIL a valori concatenati.

Figura 2⁴¹

Sebbene il sistema finanziario italiano fosse sostanzialmente uscito indenne dal terremoto che aveva colpito la finanza mondiale, la conseguente crisi delle economie reali di molti paesi occidentali colpì duramente l'Italia, essendo alcune di queste economie importanti mercati di sbocco per le nostre esportazioni. Il settore manifatturiero italiano, cresciuto secondo un modello di sviluppo basato sulle esportazioni, subì un pesante contraccolpo a causa della diminuzione della domanda di beni dall'estero. Il crollo delle esportazioni determinò una crescita negativa del PIL nel 2008 (-1,2%) ed una delle peggiori performance nel 2009 (-5,5%).

Come si vedrà in seguito, le prime politiche monetarie espansive vennero intraprese dalla FED, con il chiaro obiettivo di incrementare i prestiti delle banche a corto di liquidità a famiglie che, a causa della recessione, stavano sperimentando un periodo di massima propensione al risparmio.

In Europa la situazione era decisamente differente: in seguito alla crisi finanziaria, gli aiuti al settore privato da parte dello stato causarono dei netti squilibri nelle finanze pubbliche, e gli stati con un debito pubblico elevato rispetto al PIL (in particolare i cosiddetti PIGS, ossia Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) furono quelli più colpiti. Le agenzie di rating valutarono al ribasso l'affidabilità dei titoli di debito pubblico di questi stati, con un conseguente rialzo del tasso di interesse su tali strumenti che non consentiva un indebitamento sostenibile per finanziare i programmi di ripresa degli investimenti: era iniziata la crisi del debito sovrano europeo, il vero motivo per cui l'UE fu, tra le grandi potenze mondiali, quella più in difficoltà nel riprendersi dalla recessione economica.

⁴¹<https://www.greenreport.it/news/economia-ecologica/litalia-ancora-meta-del-guado-della-crisi-visco-pil-tornera-ai-livelli-del-2007-nel-2025/>

3. Le politiche monetarie anticrisi

3.1 Uno sguardo globale: i casi di Stati Uniti, Regno Unito e Giappone

La Grande Recessione nasce negli Stati Uniti, come già ampiamente descritto in precedenza, a causa di difetti strutturali della modernissima industria finanziaria americana, in gran parte riconducibile all'eccessiva libertà concessa dal governo e dalla FED alle varie istituzioni creditizie.

L'abbassamento dei tassi di interesse da parte della banca centrale statunitense fu una risposta alle tensioni che si erano create dopo gli attacchi alle Twin Towers e alla bolla speculativa creatasi a causa delle Dot-com companies operanti nel nuovo settore informatico: la New Economy aveva creato un'euforia incontrollata tra gli investitori, che continuavano ad acquistare azioni di imprese ad alto tasso tecnologico, sopravvalutandone il valore fino a un limite oltre il quale sarebbero stati maggiori gli incentivi a disinvestire e a non comprare più tali titoli.

Un elemento tipico delle bolle speculative è infatti costituito dall'attitudine degli individui a mettere in atto comportamenti imitativi (“herding behaviour”) ispirati all'agire comune e alle prassi maggiormente diffuse tra gli altri investitori. Sia nella fase della crescita sia nella fase dello scoppio della bolla, gli operatori di mercato, infatti, tendono a operare scelte di investimento e, rispettivamente, disinvestimento indotte dall'euforia del momento e dalla paura diffusa di perdere in pochi istanti l'intero valore dei titoli in portafoglio (il cosiddetto “panic selling”), piuttosto che da valutazioni oggettive sulle prospettive di futuri rendimenti.⁴²

La diminuzione dei tassi era quindi una misura per incentivare gli investimenti in un momento di crisi di fiducia nei mercati, ma ciò causò, come si è visto, l'esplosione della nuova bolla immobiliare non appena l'economia americana sembrava avviarsi verso un periodo di crescita molto intensa: la FED infatti, sull'onda dell'entusiasmo e con l'aumento della domanda di credito, decise di incrementare il tasso a livelli più elevati, provocando però danni sul mercato dei subprime e innescando il devastante cortocircuito nel settore interbancario.

La FED dovette tornare quindi sui suoi passi, ma lo fece immediatamente: l'aggravarsi della crisi spinse il governo americano a intervenire con un piano di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi, articolato sia in operazioni di nazionalizzazione sia in programmi di acquisto di titoli privati. Durante il biennio 2007-2009, il programma di acquisto di titoli cartolarizzati TARP (Troubled Asset Relief Program), la cui ampiezza era inizialmente fissata a 700 miliardi di dollari, raggiunse complessivamente 7.700 miliardi di dollari e comportò immissione di liquidità sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla FED a sostegno di banche e compagnie di assicurazione.

L'esperienza di Lehman Brothers aveva quindi portato consiglio alle istituzioni statunitensi: lasciare fallire l'intero sistema bancario in nome del principio del libero mercato sarebbe stata una follia che avrebbe rischiato di lasciare il paese in una situazione di indigenza molto simile a quella vissuta durante gli anni 30'.

⁴² <https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>

Ad incidere notevolmente sull'attuazione di una politica monetaria espansiva da parte della FED vi era comunque il chiaro obiettivo, dichiarato sin dalla costituzione dell'istituto di emissione statunitense, di perseguire la piena occupazione nel mercato del lavoro, contrapposto a quello tradizionale della stabilità dei prezzi (che vedremo influire notevolmente le diverse politiche della BCE). Questo ha storicamente permesso al governo statunitense di mantenere deficit pubblici decisamente elevati, formatisi con maggiori spese, incentivi e mantenendo ingenti sconti fiscali per la popolazione. Bisogna evidenziare anche il fatto che negli USA, la politica decentralizzata a livello bancario permette di avere singoli deficit federali, il che consente maggiori manovre interbancarie all'interno del mercato finanziario americano.

L'ultimo fattore che ha favorito la politica monetaria accomodante attuata dalla FED fu la possibilità di immettere liquidità attraverso acquisti dei titoli di debito emessi dal Tesoro, avendo l'autorizzazione a stampare moneta, storicamente negata alla BCE dai regolamenti dell'UE. La FED si ritrovò quindi con un attivo di bilancio elevato, senza la necessità immediata di rientro di capitale, peraltro con tassi di interesse bassi per favorire la sostenibilità di tali finanziamenti da parte degli istituti di credito: ciò permise un incremento degli investimenti delle imprese, finalmente in grado di chiedere finanziamenti favorevoli alle banche, recuperando parzialmente manodopera sul mercato del lavoro e diminuendo quindi la disoccupazione.

Nelle [Figure 3 e 4](#) si mostra l'andamento dei tassi di interesse associato a quello di disoccupazione nel periodo post-crisi negli USA: il calo dei primi si ripercuote in maniera positiva sul mercato del lavoro statunitense.

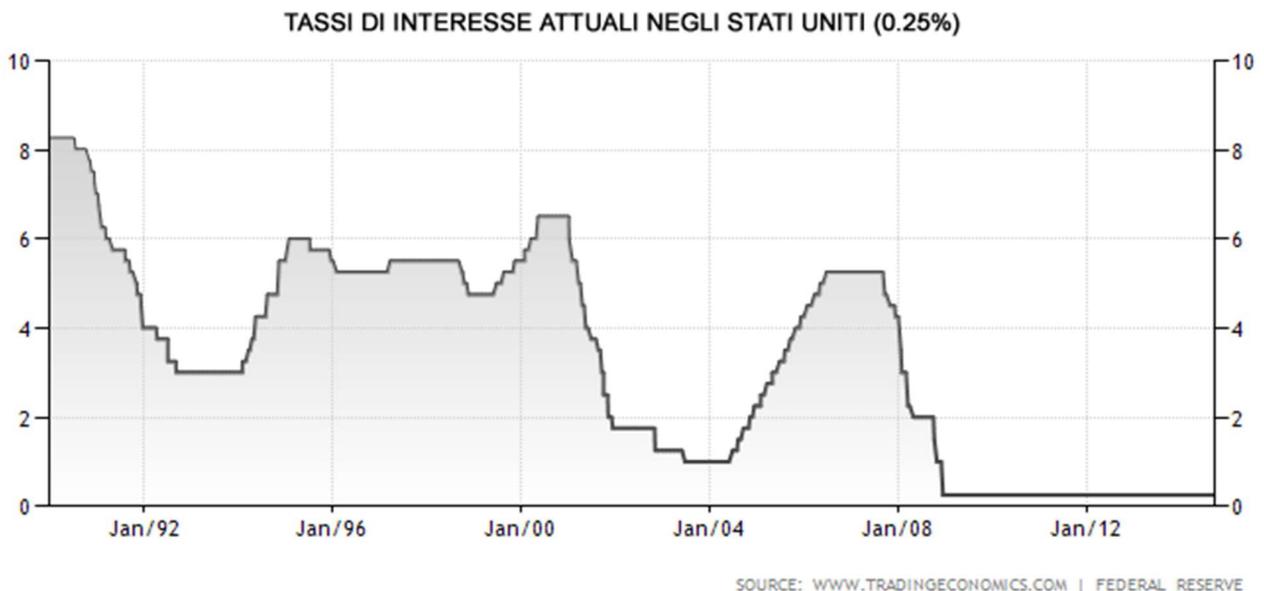


Figura 3

Stati Uniti - Tasso di disoccupazione (%)



Fonte : FMI
Data : 2016
Creazione : Actualitix - Tutti i diritti riservati



Figura 4

Se gli USA furono i primi responsabili della recessione e, di conseguenza, anche coloro che ne risentirono immediatamente le ripercussioni, in Europa il primo paese interessato dalle ripercussioni della crisi economica fu il Regno Unito: l'apparato produttivo britannico era il maggiormente influenzato nel Vecchio Continente dal perverso meccanismo finanziario delle cartolarizzazioni statunitensi, a causa delle strette relazioni interbancarie che si erano create tra le istituzioni dei due paesi. La Northern Rock, banca inglese attiva nel settore immobiliare, fu costretta ad annunciare l'impossibilità di rimborsare i depositanti, provocando la "corsa agli sportelli" tipica di questi tragici momenti.

La Bank of England cercò di agire immediatamente con prestiti d'urgenza che però non furono sufficienti a risollevare l'istituto: l'unico modo per far sì che la situazione d'emergenza non si trasferisse a tutto il sistema bancario britannico era quindi il salvataggio della banca mediante nazionalizzazione. Azioni più o meno mirate a un maggior intervento statale sul settore finanziario si susseguirono nei mesi successivi quando anche altre banche importanti mostrarono segni di cedimento strutturale, portando ad un radicale cambiamento di politica economica nel Regno Unito rispetto all'età del neoliberalismo di matrice thatcheriana. Il più antico istituto di emissione al mondo perseverò con una politica monetaria accomodante attraverso immissione di liquidità (con il taglio dei tassi di interesse), incrementando sempre di più il numero di titoli obbligazionari privati acquistati, sulla stessa lunghezza d'onda dei piani di salvataggio statunitensi in seguito al fallimento di Lehman Brothers, raggiungendo la cifra record di 200 miliardi di sterline di obbligazioni comprate. Le similitudini del quantitative easing privato riscontrate tra Bank of England e Federal Reserve dipendono dalla struttura economica del mondo anglo-sassone, molto più legata alle attività private indipendenti rispetto ad un settore dell'intermediazione più vicino ai medi e piccoli risparmiatori. La differenza che si può tuttavia riscontrare tra le due banche centrali è l'obiettivo primario di BoE e FED: per la prima l'inflazione del 2%⁴³, con la stessa prospettiva dell'Eurozona, mentre per quanto riguarda la seconda, come anticipato, la piena occupazione.

⁴³ <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy>

Un'altra caratteristica dei due paesi anglofoni, sin dai tempi dell'alleanza conservatrice Reagan-Thatcher, riguardava l'assenza di un Welfare pervasivo nell'assistenza ai ceti più deboli: l'accusa ai partiti di centro-destra era proprio quella di allargare le differenze sociali, con tassazioni simili tra ricchi e poveri e pochi servizi per i cittadini più deboli. Dopo lo scoppio della crisi i due governi (in USA appena insediato e in Gran Bretagna da tempo al comando) erano di centro-sinistra, e le due banche centrali furono coerenti con l'orientamento politico-economico di stampo keynesiano che caratterizzava il Partito Democratico americano di Obama e quello Laburista inglese di Gordon Brown. Dal 2010 però in Gran Bretagna si tennero le elezioni e, non essendoci ancora stati segnali di ripresa, la fiducia degli elettori andò ai Conservatori di David Cameron, che intrapresero una politica di austerità e di taglio del welfare⁴⁴ molto vicina a quella che, come vedremo, attivarono i paesi dell'UE in crisi di debito pubblico (contraddicendo il sogno europeo di uguaglianza sociale).

Bisogna precisare che, all'interno delle somiglianze tra i due paesi riguardanti la tendenza alla liberalizzazione del mercato e al taglio degli aiuti sociali, storicamente vi era comunque una netta differenza in alcuni ambiti fondamentali come la sanità, l'istruzione e la previdenza sociale, ambiti dove il Regno Unito manteneva, seppur con minore intensità, un discreto settore pubblico capace di incaricarsi degli aiuti fondamentali ai cittadini. Negli USA, come risaputo, l'ambito assistenzialista si affida molto al settore privato, ed è quindi difficile che le fasce più povere della popolazione statunitense possano usufruirne; tuttavia, con Obama si intravidero alcuni segnali di apertura ad un "europeizzazione" statale a favore di un incremento dei sussidi, mentre dall'altro lato dell'Oceano si procedeva nella direzione opposta, con l'obiettivo di ridurre un deficit pubblico ai minimi storici.

L'obiettivo è stato infine raggiunto, dopo anni di aumento del rapporto debito/PIL (Figura 5), ma i tagli al welfare hanno incrementato le disuguaglianze sociali e sono probabilmente tra le ragioni che portarono, specialmente i ceti più deboli come gli anziani e le popolazioni rurali, a criticare duramente l'Europa: si creavano i presupposti per la Brexit.



Figura 5

⁴⁴ Peter S. Goodman for The New York Times, "In Britain, Austerity Is Changing Everything", 2018.

Il caso probabilmente più emblematico e rappresentativo di una politica monetaria ultra-espansiva è però quello giapponese. Dopo un lungo periodo di “miracolo” giapponese (grazie specialmente agli aiuti dei vecchi nemici statunitensi) la sopravvalutazione degli asset immobiliari e la speculazione sul mercato azionario portarono allo scoppio di una bolla, molto simile a quella che produrrà effetti devastanti a livello mondiale nel 2008: in Giappone la crisi è decisamente anticipata (si parla di anni 90’) e molto più lunga rispetto a quanto accaduto, pur in maniera tragica, nel mondo occidentale.

Il periodo in esame, chiamato “Decennio Perduto Giapponese” ma durato ben più a lungo di 10 anni, vedrà il crollo del PIL e, soprattutto, una deflazione che mai si era registrata in modo così acuto nel paese asiatico. Le autorità politiche ed economiche furono tra i responsabili principali, non tanto della crisi in sé quanto del perdurare di tale recessione che mise in seria difficoltà una delle potenze mondiali che più si erano sviluppate dopo i tragici fatti della Seconda Guerra Mondiale. L’istituzione monetaria principale del Giappone, Bank of Japan, mostrò tendenzialmente poca preoccupazione nei confronti della crisi deflattiva, mantenendo tassi alti e non finanziando quindi il mercato interbancario, che comunque continuava ad evitare di mostrare segni di cedimento, quasi per una questione di orgoglio del sistema, peggiorando in modo deleterio la situazione produttiva del paese.

Nel 1997 il grave errore di alzare le imposte da parte del governo dà il colpo di grazia all’intero sistema: si susseguono fallimenti di numerosi istituti, mentre lo yen si apprezza notevolmente a causa della crisi del mercato asiatico, facendo perdere competitività ai prodotti giapponesi esportabili. L’esplosione della recessione è molto pesante per il Giappone, ma probabilmente necessaria per le riforme che si attuarono per risolverla, dato che non si poteva più aspettare con finta fiducia la ripresa del libero mercato.

Vengono intraprese misure volte a salvaguardare gli istituti di credito con immissione di liquidità monetaria, abbassamento dei tassi di interesse e nazionalizzazioni; inoltre si aggiunsero riforme sulla governance delle banche, a tutela di una più trasparente politica finanziaria. La Bank of Japan è quindi una delle prime banche centrali moderne ad adoperare un quantitative easing massiccio (Figura 6⁴⁵), che verrà incrementato sempre di più dopo la crisi, per risolvere il problema della deflazione cronica che stava devastando l’economia giapponese. Tale politica monetaria accomodante segue le linee guida del primo ministro Shinzo Abe, fautore di un incremento di spesa pubblica di stampo keynesiano a svantaggio delle casse statali, con l’obiettivo di rilanciare gli investimenti e diminuire la notevole propensione al risparmio dei cittadini nipponici. Nonostante i risultati stiano pian piano arrivando, l’inflazione continua ad aumentare poco rispetto agli obiettivi (passati dall’1% all’ambizioso 2%⁴⁶) e la pur insufficiente crescita, trascinata soprattutto dall’export grazie alla svalutazione competitiva dello yen, non è sostenuta da un incremento reddituale del ceto medio giapponese.

Come si è potuto notare da questa breve descrizione delle varie reazioni di natura politico-economica di governi e banche centrali alla crisi finanziaria del 2008 (e anche precedente, nel caso giapponese) l’immissione massiccia di liquidità è stata la prima mossa adottata dalle autorità monetarie, nonostante una tradizionale cultura economica orientata al libero mercato: negli Stati Uniti e in Regno Unito ciò è accaduto velocemente a causa del rapido aggravarsi della recessione, mentre in Giappone, nonostante un forte tradizionalismo nel settore bancario, dopo qualche anno ci si è resi conto della necessità di fornire un aiuto alle banche per far sì che la depressione economica, accompagnata da

⁴⁵ <https://www.stat-search.boj.or.jp>

⁴⁶ <https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2019-04-27/1-assuefazione-tokyo-droga-monetaria-103009.shtml?uud=ABG4L7rB>

una deflazione, non distruggesse quanto di buono era stato fatto nell'economia giapponese negli anni precedenti.

In Europa le reazioni alla crisi saranno invece molto differenti, per una serie di motivi che si esamineranno nelle prossime pagine.

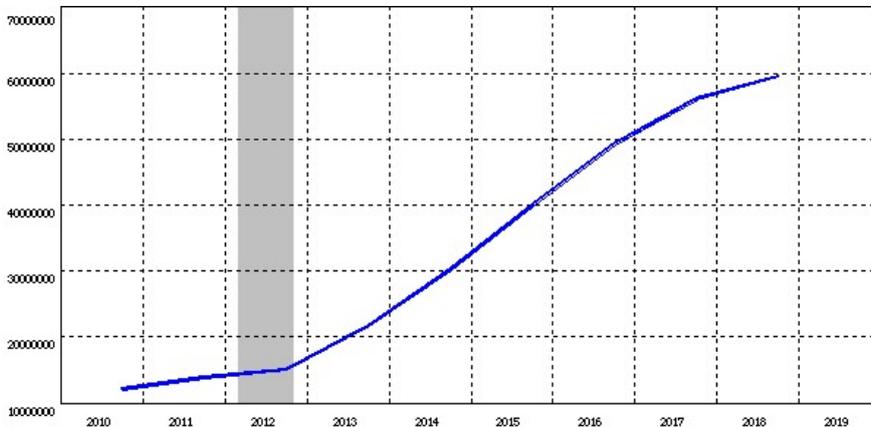


Figura 6: il QE di Bank of Japan negli ultimi anni (in yen)

3.2 L'iniziale inerzia della BCE: i motivi dell'austerità e le politiche convenzionali

La Banca Centrale Europea, istituita con l'obiettivo di gestire il passaggio dalle valute nazionali all'euro, ha al giorno d'oggi due funzioni principali: garantire la stabilità dei prezzi e attuare la politica monetaria nell'Eurozona, operando nel circuito del SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali), istituto costituito da tutte le banche centrali nazionali dell'UE e dalla stessa BCE, che permette quindi di vigilare sull'intero sistema bancario europeo. Il SEBC non va però confuso con l'Eurosistema, dato che, nel primo caso, le BCN partecipanti appartengono anche a paesi che non hanno adottato la moneta unica, mentre nel secondo sono presenti solo gli istituti di emissione dell'area Euro.

L'obiettivo fondamentale di tutela della stabilità dei prezzi⁴⁷ è l'assunto di fondo da cui bisogna partire nella trattazione delle politiche monetarie della BCE, specialmente dopo la crisi finanziaria del 2008. Il Trattato di Maastricht rimarca tale concetto, che si basa sul fatto che solo la domanda aggregata sia influenzabile da variabili monetarie, mentre al contrario l'offerta dipenderebbe esclusivamente da fattori non controllabili dagli istituti di emissione (come l'innovazione e la competitività delle varie industrie): dato che il disallineamento tra domanda e offerta aggregata porta ad innalzamenti (eccesso di domanda) o abbassamenti (eccesso di offerta) dei prezzi, la politica monetaria servirà a regolare questi processi ciclici dell'economia, trovando un equilibrio mediante immissione o ritiro di massa monetaria, perseguendo un obiettivo di tasso di inflazione più o meno costante, fondamentale nell'ottenimento di un'efficienza allocativa delle risorse e per il funzionamento di un sistema fiscale equo.

Grandi esponenti della dottrina economica accusano la BCE di aver intrapreso misure di politica monetaria espansiva troppo tardi e in maniera meno intensiva rispetto ai veri bisogni dell'Eurozona, specialmente paragonando l'attuazione di tali provvedimenti alla FED, Bank of England e Bank of Japan. Tale imputazione rivolta all'istituto di Francoforte non è priva di fondamenti, anche se c'è da

⁴⁷ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.it.html>

specificare che la BCE si mosse non appena gli effetti della crisi perturbarono l'economia europea, pur se con mezzi evidentemente non adatti a rilanciare gli investimenti nell'immediato.

Le ragioni di tale inerzia vanno ricercate in matrici storico-culturali: come detto il Trattato di Maastricht sottolinea l'obiettivo del perseguimento di un tasso di inflazione costante, precisamente del 2%, e gli strumenti di politica monetaria della BCE non possono consistere nella stampa di moneta, perché ciò porterebbe ad una maggiore inflazione, al contrario della FED che persegue invece la piena occupazione e può quindi acquistare o vendere in maniera permanente non solo titoli del Tesoro, ma anche strumenti finanziari a più alto rischio, come successo durante la crisi dei subprime.

La paura dell'inflazione in Europa deriva probabilmente dal ruolo predominante della Germania all'interno del quadro economico e politico. Dopo la fine della Guerra Fredda, con la riunificazione di Est e Ovest tedeschi, Berlino ha assunto un ruolo guida nella strada verso l'unione politica e monetaria europea, ma la stessa Germania è un paese storicamente avverso all'inflazione, specialmente a causa dell'iperinflazione del marco dopo la Prima Guerra Mondiale, uno dei motivi che portarono all'ascesa del nazismo e al catastrofico secondo conflitto internazionale.

Il timore verso le possibili conseguenze inflattive di una politica monetaria eccessivamente accomodante ha portato a stabilire alcune linee guida per l'azione della BCE, che può solitamente concedere al sistema bancario solo finanziamenti a breve termine. Con l'attuazione di tali iniziative la Banca comunica al mercato le proprie decisioni di politica monetaria, favorendo in maniera indiretta l'immissione monetaria sul mercato grazie all'abbassamento dei tassi di interesse: le banche possono prendere in prestito denaro ad un costo minore, avendo maggiori possibilità di finanziare imprese e famiglie, favorendo crescita di investimenti e consumi.

Con il termine tecnico di "politiche monetarie convenzionali" si identificano quelle operazioni attuate dalle banche centrali sul mercato interbancario per regolare l'offerta di moneta, facendo in particolare fluttuare il tasso di interesse a cui vengono concessi finanziamenti alle banche in base alle necessità di massa monetaria del mercato e agli obiettivi che le banche centrali perseguono in una determinata fase dei cicli economici.

Tra le politiche monetarie convenzionali, le principali sono certamente le operazioni di mercato aperto, eseguite dalla BCE nel mercato monetario per scadenze minori di 1 anno, fornendo liquidità alle banche commerciali dell'Eurozona in cambio di garanzie collaterali (solitamente titoli a basso rischio di insolvenza come quelli di Stato). La peculiarità di tali operazioni consiste nel ritiro finale della liquidità immessa inizialmente, a fronte del riacquisto delle attività in garanzia da parte degli istituti di credito: si tratta di operazioni di mercato aperto temporanee, tipicità che le distingue da quelle effettuate dalla FED.

Vi sono quattro tipi di operazioni di mercato aperto: le operazioni di rifinanziamento principale, di rifinanziamento a lungo termine, di fine tuning e strutturali.

Le operazioni di rifinanziamento principale sono le più usate dalla BCE per gestire il meccanismo monetario di stabilità dei prezzi, ed essendo le meno complesse sono effettuate in maniera autonoma (ma controllata) dalle banche centrali nazionali ogni settimana, con scadenza compresa tra 7 e 14 giorni. Le banche finanziate forniscono, in cambio della liquidità, un tasso di interesse e garanzie finanziarie collaterali, mentre a scadenza restituiscono il denaro, riappropriandosi delle attività. Le richieste soddisfatte per prime sono quelle delle banche che propongono un tasso di interesse maggiore, in base ad un meccanismo di offerta a tasso variabile; ogni istituto bancario verrà soddisfatto in maniera residuale fino ad esaurimento di disponibilità liquide della BCE, che comunque impone un

tasso minimo per evitare manovre speculative da parte di gruppi di banche, compreso tra i due tassi delle cosiddette standing facility (operazioni attuabili su iniziativa delle controparti) di cui si parlerà in seguito.

Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine hanno cadenza mensile e scadenza di 3 mesi, e furono istituite con l'obiettivo di allungare il periodo di aumento di liquidità per il sistema finanziario, garantendo maggiore stabilità alla politica monetaria europea. Anche questi strumenti vengono concessi con un meccanismo standard e decentralizzato, ma in questo caso la BCE opera come price-taker, non stabilendo un tasso fisso minimo ma, invece, garantendo l'immissione di una certa quantità di denaro alle banche che hanno offerto ancora una volta il tasso migliore, ma senza alcuna limitazione: proprio per questo motivo, i tassi delle operazioni a lungo termine non hanno alcuna importanza nel mandare segnali al mercato sulla politica monetaria.

Maggiormente manovrabili e prive di meccanismi standardizzati sono le operazioni di fine tuning (regolazione puntuale) in cui mediante acquisto o vendita di titoli da parte della BCE, in particolare pronti contro termine, si immette o assorbe la liquidità, con l'obiettivo di stabilizzare l'andamento dei tassi a breve termine, che potrebbero subire oscillazioni a causa di eccessi di domanda o offerta di liquidità nel mercato interbancario.

Infine, le operazioni strutturali sono anch'esse attuate straordinariamente dalla BCE per regolare la liquidità in circolazione nel settore creditizio europeo.

Oltre alle operazioni di mercato aperto, vi sono altri due strumenti di politica monetaria convenzionale di cui la BCE può usufruire per gestire la stabilità dei prezzi e del mercato interbancario: le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria.

Le prime, già citate in precedenza, vengono intraprese non per volontà dell'istituto di emissione, bensì su richiesta delle banche commerciali, e possono essere di due tipi: la prima è il rifinanziamento marginale, attraverso cui gli istituti di credito prendono a prestito liquidità dalla BCE in cambio di garanzie collaterali, ad un tasso maggiore a causa della straordinarietà dell'operazione e della mancanza di preavviso per la BCE, che dovrà concedere liquidità con l'unica limitazione del valore delle garanzie concesse dalle banche (assumendo la funzione di prestatrice di ultima istanza), mentre la seconda categoria delle cosiddette standing facility è il deposito di riserve, per mezzo del quale le banche depositano liquidità alla BCE, ricavandone un tasso inferiore rispetto alle operazioni di rifinanziamento principale (giustificato dalla certezza di rientrare in possesso della liquidità depositata senza i costi che si avrebbero nel mercato interbancario).

La fissazione dei tassi di rifinanziamento marginale e deposito di riserve consentono alla BCE di orientare l'andamento della politica monetaria con l'individuazione di un limite superiore (il primo) e uno inferiore (il secondo) rispetto ai tassi applicati al mercato interbancario per le operazioni overnight tra istituti in deficit e surplus di liquidità: è ovvio che una banca con eccesso di denaro non presterà liquidità ad un altro istituto ad un tasso minore rispetto a quello applicato dalla BCE, così come una banca in deficit di liquidità preferirà chiedere il rifinanziamento marginale alla banca centrale piuttosto che a un ente creditizio ad un tasso maggiore.

Per quanto riguarda il regime della riserva obbligatoria, la BCE chiede alle istituzioni di credito operanti nell'Eurozona il mantenimento di una percentuale di riserve liquide minime depositate presso le varie banche centrali nazionali, determinata in base alla composizione delle passività: depositi e titoli di debito con scadenza contrattuale o liquidabili entro massimo 2 anni. Per le operazioni a più lungo termine e i pronti contro termine, invece, non è prevista alcuna percentuale

richiesta da mettere a riserva. Si tratta comunque di un regime flessibile, in cui è previsto anche uno sconto di 100.000 euro da decurtare alla somma presa in considerazione, specialmente per gli istituti più piccoli. D'altronde, le banche devono rispettare tale regola durante un arco di tempo predefinito, il cosiddetto "periodo di mantenimento", durante il quale va mantenuta in media la percentuale di riserva indicata (di circa il 2%): tale periodo va dal giorno in cui viene attuata un'operazione di rifinanziamento principale fino a 1 mese dopo, il giorno prima del nuovo rifinanziamento. La funzione principale delle riserve, legata anche alla flessibilità del periodo di mantenimento, è quella di garantire la stabilità dei tassi di interesse interbancari (attingendo alle riserve se i tassi sono alti e ripristinandole quando si abbassano) e della liquidità monetaria complessiva dell'Eurosistema, nella ricerca di quella efficienza allocativa fondamentale per la crescita degli investimenti e dell'economia.

La crisi raggiunse l'Europa in maniera abbastanza rapida, ma inspiegabilmente le prime mosse della BCE non si mossero sulla strada di una politica monetaria espansiva, neppure attraverso i meno aggressivi strumenti convenzionali: basti pensare che, inizialmente, la BCE rialzò addirittura i tassi di rifinanziamento principale e a più lungo termine, commettendo un grave errore molto simile a quello della FED dopo il 29'.⁴⁸

La paura del rincaro del costo della vita e di un conseguente incremento delle disuguaglianze sociali portò però ad aspettare troppo e, volente o nolente, a peggiorare la situazione economica europea. Nel 2008, dopo le prime avvisaglie nei mercati finanziari, la BCE aumenta i tassi, specialmente a causa del timore sull'aumento dell'inflazione causato da un incremento dei prezzi delle fonti energetiche: a posteriori questa manovra è giudicata universalmente come fallimentare, ma in quel momento la mancanza di una crisi occupazionale e, quindi, di problematiche di economia reale, portava la BCE a concentrarsi sull'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

La bancarotta di Lehman Brothers e le sue ripercussioni su tutto il mercato finanziario statunitense fecero comprendere che le turbolenze finanziarie dei mesi precedenti non erano solo il frutto di manovre speculative momentanee, ma che era tutto il sistema ad essere intossicato da attività ad altissimo rischio di insolvenza sopravvalutate nei bilanci bancari. La drastica riduzione del credito si ripercosse immediatamente sull'economia reale, dato che le imprese non potevano più contare su finanziamenti ingenti da parte degli intermediari e, inoltre, il contagio dal mercato americano a quello europeo fu rapidissimo, il che era dovuto alla stretta rete di relazioni commerciali e finanziarie tra banche e aziende del Vecchio Continente con quelle di oltreoceano.

L'effetto principale del manifestarsi della crisi nei mercati europei fu il ribasso del rischio di rincaro dei prezzi, che consentì alla BCE di prendere in considerazione l'abbassamento dei tassi e di intraprendere una politica monetaria finalmente più accomodante: il tasso di rifinanziamento marginale venne abbassato notevolmente, avvicinandolo a quello di deposito (la differenza era di solo 100 punti base) con l'obiettivo di incentivare l'uso di tale strumento in un mercato interbancario nel quale mancava la fiducia reciproca tra gli istituti per effettuare operazioni overnight tra di loro. La conseguenza ovvia fu un incremento dell'uso delle standing facility da parte delle banche, ma le disfunzioni dei mercati e del meccanismo di trasmissione della politica monetaria della BCE non consentirono alle misure convenzionali di agire nel modo previsto e sperato: la domanda aggregata continuava a diminuire, e il livello dei prezzi calava di conseguenza. Il 2009 è l'anno in cui ci si rende conto che la recessione ha effettivamente raggiunto l'Europa, con un calo del PIL drastico nella UE (Figura 7). La BCE continua la politica di abbassamento dei tassi sia per il rifinanziamento principale che per quello marginale, raggiungendo livelli di politica monetaria accomodante che mai si erano

⁴⁸ <https://www.panorama.it/economia/opinioni/fed-bce-quanta-differenza/>

visti prima, tanto unici quanto inutili: dopo un 2010 positivo (più per un ovvio andamento ciclico dopo il tragico 2009 che per effettiva maggior fiducia), scoppia la crisi dei debiti sovrani europei, la situazione più drastica che le istituzioni europee, e in particolare di alcuni stati tra cui l'Italia, si troveranno ad affrontare. Le misure non convenzionali diventavano l'unica soluzione per risolvere le problematiche relative alla trasmissione di politica monetaria.



Figura 7

3.3 Le misure non convenzionali e la svolta del quantitative easing in Europa

Il verificarsi di situazioni di grave dissesto finanziario sui mercati funge da premessa fondamentale affinché la BCE possa intraprendere operazioni di politica monetaria che vadano oltre gli strumenti tradizionali di cui si è parlato precedentemente. La Grande Recessione del 2008 è un esempio drammatico di crisi finanziaria, ripercossasi come visto anche sull'economia reale, che ha costretto l'istituto di Francoforte ad adottare tali misure, definite non convenzionali proprio per la straordinarietà e temporaneità delle stesse. Si tratta di strumenti che vanno ad influenzare il mercato bancario, poiché l'Europa ha storicamente, anche in modo maggiore dalla nascita dell'UE, un'economia incentrata sul ruolo di istituti di credito come finanziatori dell'attività d'impresa e, di conseguenza, essi vengono identificati come i principali attori istituzionali che possono far crescere gli investimenti nel mercato unico europeo. Di seguito se ne elencheranno i principali, che saranno i più usati dalla BCE per tentare di uscire dalla fase critica della recessione, che aveva creato disfunzioni in molti settori strategici dell'economia dell'Eurozona, influenza negativamente il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Solitamente la BCE valuta le necessità di massa monetaria del mercato bancario, assegnando liquidità con operazioni di mercato aperto, attraverso aste competitive a tasso variabile con un limite minimo, in cui le offerte fatte dalle banche vengono valutate in base al tasso di interesse proposto (con l'ovvia preferenza per quelli più alti). Vi è però anche una facoltà, in circostanze straordinarie come quelle relative a una crisi di credito e liquidità, in cui Francoforte può svolgere aste a tasso fisso in cui i vari istituti chiedono un certo importo di cui hanno bisogno: tale operazione è un'erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, in quanto le banche ottengono la liquidità richiesta a quel tasso, senza un'asta competitiva che andrebbe a favorire solo gli istituti più sani finanziariamente.

L'Eurosistema ha anche la facoltà di modificare i minimi requisiti relativi alle garanzie collaterali ai prestiti concessi. L'ampliamento dell'elenco di attività stanziabili in garanzia permette alle banche di avere maggiori possibilità di finanziamento dalla BCE, agevolando quindi il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Nel corso dell'analisi degli asset bancari viene comunque effettuata una puntuale disamina dei rischi delle varie attività concesse in garanzia, affinché non si

verifichino operazioni di finanziamento che avrebbero alla base dei collateralizzati compromessi dal punto di vista del rischio di insolvenza.

In via straordinaria si può anche intensificare la frequenza o estendere la scadenza delle operazioni di erogazione di liquidità a lungo termine (normalmente a base mensile e con scadenza trimestrale), per flessibilizzare le tempistiche e modalità di restituzione dei finanziamenti da parte delle banche.

La BCE può anche, anziché valutarli come strumenti di garanzia, acquistare attività come titoli di debito sia pubblici che privati, incrementando così in maniera elevata la massa monetaria presente sul mercato e, eccezionalmente, in via definitiva.

L'istituto di emissione europeo può anche variare il coefficiente di riserva obbligatoria, diminuendolo in situazioni di carenza di liquidità e aumentandolo se la stabilità dei prezzi ne risente, e infine erogare denaro in valuta estera se nel mercato interbancario manca la fiducia reciproca tra banche UE e internazionali nell'affrontare tali operazioni.

L'applicazione di tali misure ha effettivamente consentito il ripristino del corretto funzionamento dei mercati monetari e dell'allineamento tra tassi della BCE e del settore interbancario, seppur si sia trattato di un processo lungo e non privo di critiche da parte di alcuni rappresentanti delle istituzioni europee, in particolare dopo la crisi dei debiti sovrani del 2011: queste personalità sottolineavano la necessità di una politica di austerità e controllo della spesa pubblica che sarebbe stata ovviamente disincentivata da un'espansione quantitativa della liquidità immessa nel mercato. Inoltre, la BCE era stata istituita per mantenere la stabilità dei prezzi, e la paura tipicamente tedesca nei confronti di un possibile aumento inflattivo scoraggiò per molto tempo, probabilmente anche troppo, l'adozione di misure non convenzionali. Peraltro, vi era la necessità di evitare speculazione sui mercati bancari, che con una politica monetaria espansiva aveva più possibilità di crearsi, incentivando imprese e famiglie a prendersi rischi di un certa entità, come quelli che avevano portato allo scoppio della bolla immobiliare americana (nella quale la FED ebbe un certo grado di colpevolezza con i suoi bassissimi tassi).

Nonostante queste critiche, la BCE iniziò ad intraprendere queste operazioni di generosa immissione di denaro per garantire il corretto funzionamento e l'efficienza del mercato bancario, mediante ingenti acquisti di titoli e attività finanziarie di stampo sia pubblico che privato. La conseguenza fu un incremento importante del bilancio di Francoforte, anche se tale aumento dell'attivo non era paragonabile a quelli visti in Inghilterra, Giappone e, soprattutto, Stati Uniti: il minore impiego di tali strumenti, almeno fino al 2014, fu dovuto alla necessità di adoperare altre misure relative alle crisi del credito e, soprattutto, del debito sovrano, durante la quale la BCE dovette soprattutto acquistare titoli di debito dei PIIGS. Soltanto con i primi cenni di ripresa delle finanze pubbliche, la BCE decise finalmente di intraprendere un programma di acquisto in larga scala di asset finanziari.⁴⁹

La storia delle politiche non convenzionali attuate dall'istituto di emissione europeo si può quindi dividere in 3 parti: inizialmente la crisi del mercato interbancario sembrava essere la priorità, essendo il segmento creditizio fondamentale per gli investimenti delle imprese europee (al contrario degli Stati Uniti in cui il finanziamento dipendeva da strumenti market-based), per stessa ammissione della BCE.⁵⁰ Le politiche attuate in questo senso furono relative soprattutto ad operazioni di rifinanziamento a più lungo termine in termini di frequenza e scadenza, ma anche attuando scambi di

⁴⁹ Giovanni Dall'Aricea, Pau Rabanal, Damiano Sandri, "Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom", 2018.

⁵⁰ Jean-Claude Trichet, 2009.

valuta estera, specialmente in collaborazione con la Federal Reserve, e permettendo l'allargamento delle garanzie stanziabili dalle banche commerciali. Inoltre, fu lanciato un programma di acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme⁵¹), caratterizzate da un basso rischio e da alta liquidità che ne rendeva vantaggioso l'acquisto a fronte di un incremento di massa monetaria sul mercato e di conseguenti benefici per il settore creditizio. Con tali misure la BCE apparve come "prestatrice di ultima istanza" agli occhi di molti economisti, e le critiche per aver oltrepassato eccessivamente il proprio ambito di azione si riaccessero ancora di più quando si scatenò la crisi dei debiti sovrani.

Nel 2010 scoppia il caso Grecia, che, contraddicendo previsioni decisamente migliori, annuncia un rapporto deficit/PIL del 12.7 %: le conseguenze furono terribili per l'incremento del rischio e, quindi, dei tassi di interesse dei titoli di stato greci, con il paese ellenico costretto a chiedere ingenti aiuti economici all'UE e al Fondo Monetario Internazionale, in cambio di incredibili sacrifici per la popolazione. Anche Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia mostravano problemi strutturali relativi al livello di indebitamento pubblico, cresciuto ulteriormente a causa delle manovre finanziarie dei governi che avevano incrementato la spesa pubblica a vantaggio del settore privato, così da spostare i problemi dalle aziende e dal mercato verso i conti pubblici degli stati. Il differenziale dei rendimenti dei titoli pubblici tra i cosiddetti PIIGS e i paesi più fruttuosi come Francia e Germania raggiunse il picco nel 2012 (Figura 8).

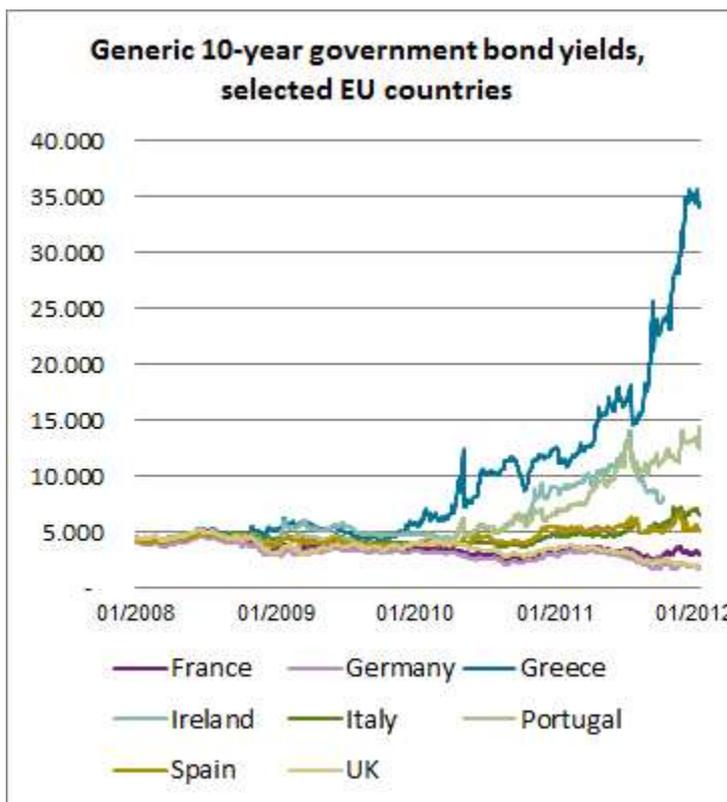


Figura 8

La BCE lancia quindi il Security Markets Program per l'acquisto di titoli governativi da Grecia, Portogallo e Irlanda e, successivamente, anche spagnoli e italiani, iniziando quindi la seconda fase di attuazione di misure non tradizionali, proprio con l'obiettivo primario di rallentare la crescita dello spread dei paesi a rischio.⁵² Purtroppo il pacchetto dell'SMP non portò ai risultati sperati, e Portogallo

⁵¹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

⁵² <https://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-06-05/le-sigle-draghi-smp-securities-market-programme-211527.shtml>

e Irlanda si ritrovarono anch'esse con il bisogno di chiedere aiuti finanziari a BCE e FMI. Anche Spagna e Italia ebbero numerose difficoltà, a causa dell'ingresso in un vero e proprio circolo vizioso dovuto all'indebitamento eccessivo e all'incremento dello spread: l'elevato deficit e le scarse prospettive di sviluppi positivi aumentavano le possibilità, pur ancora remote, di bancarotta dello stato e questo timore faceva aumentare ancora di più i tassi a lungo termine.

Mario Draghi diventa presidente della BCE a fine 2011 e, pochi mesi dopo, annuncia l'Outright Monetary Transactions (OMT), che includerà acquisiti di titoli di stato sul mercato secondario (meno liquido, più rischioso e quindi ancora più improntato verso una politica monetaria accomodante). L'incisività della nuova azione dell'economista italiano fu dovuta ad un timore nei confronti di possibili idee referendarie a livello politico-nazionale nei paesi in crisi, dove si andava allargando un'insoddisfazione nei confronti dell'UE e della moneta unica: era necessario risolvere la situazione, partendo dall'abbassamento "a tutti i costi" ("whatever it takes"⁵³) dei tassi di interesse con cui gli stati finanziavano i propri debiti, accompagnati ovviamente da sacrifici delle varie nazioni in difficoltà, con riduzioni della spesa pubblica e un incremento dei contributi fiscali.

Tra la fine del 2013 e l'inizio del 2014 si intravidero i primi segnali di ripresa economica, ma le previsioni di crescita rimanevano basse e anche il tasso di inflazione non raggiungeva l'obiettivo del 2%, consentendo quindi alla BCE di intraprendere politiche monetarie ancora più aggressive, per la prima volta con il sostegno anche della Germania, ancora scettica su possibili effetti di lungo termine di tali manovre sul livello dei prezzi ma, allo stesso tempo, finalmente consapevole della necessità di attuare misure che dessero una scossa decisa al mercato monetario.

Il cambiamento rivoluzionario con cui Mario Draghi cercò di modernizzare una BCE troppo attaccata alle stringente norme dei trattati fu ancora più chiaro quando, a luglio 2013, l'economista italiano annunciò che i tassi di interesse sarebbero rimasti su livelli bassissimi per un periodo molto lungo, sostanzialmente fino a quando non ci sarebbero stati più pericoli strutturali relativi al meccanismo di trasmissione della politica monetaria europea: si trattava della prima operazione di "Forward Guidance" intrapresa da Francoforte. Con tale termine viene identificato uno strumento comunicativo per mezzo del quale gli istituti di emissione rendono pubblico un orientamento di politica monetaria di lungo termine. L'assunzione su cui si basa l'uso della Forward Guidance è relativa al fatto che il funzionamento dell'intero mercato monetario dovrebbe fondarsi soprattutto sulle aspettative e prospettive analizzate e comunicate dalle banche centrali, a causa (o forse sarebbe meglio dire "grazie a") delle notizie rese pubbliche dagli stessi istituti di emissione riguardanti soprattutto l'andamento dei tassi di interesse. Attraverso la comunicazione della strategia che la BCE intendeva riaffermare, si cercava quindi di aggiustare distorsioni del mercato che avevano portato ad un tasso inflattivo inferiore all'obiettivo della prossimità al 2%, accompagnata da un livello di domanda aggregata e di credito sotto le aspettative, che continuava a frenare l'economia reale relativamente ai consumi delle famiglie e agli investimenti delle imprese.⁵⁴

Per stimolare la ripresa degli investimenti si intrapresero altre misure che difficilmente erano immaginabili negli anni precedenti la crisi, e, in particolare, l'introduzione di un tasso di interesse negativo sui depositi delle banche presso la BCE costituì un altro segnale del deciso cambiamento di rotta preso per far fronte al pericolo di un calo dei prezzi e dei consumi. Le banche commerciali che avrebbero deciso di fornire liquidità in eccesso alla banca centrale avrebbero quindi dovuto pagare un interesse (prima dello 0.1% e, successivamente, addirittura dello 0.4%), venendo quindi

⁵³ Mario Draghi al Global Investment Conference, Londra, 2012.

⁵⁴ Peter Praet (membro Comitato Esecutivo BCE), VoxEU.org, 2013.

incentivate ancor di più a impiegare tale denaro per erogare prestiti a famiglie e aziende, riducendo la propensione al risparmio e incrementando quella verso la spesa.

Il drastico cambiamento di rotta verso una politica monetaria accomodante si realizza completamente tra fine 2014 e inizio 2015 con l'annuncio del Quantitative Easing: si tratta di un piano di acquisto di titoli obbligazionari, soprattutto di stato ma non solo, dagli istituti di credito europei che avrebbero avuto in cambio una grande quantità di liquidità. Il "goal" della BCE era quello di incrementare ancora di più le risorse del mercato bancario da cui dipendevano in gran parte i progetti di investimento aziendali, e aumentare un'inflazione troppo bassa. Per la prima volta dalla nascita dell'UE era infatti la deflazione il vero pericolo per l'economia europea, e il timore dell'inizio di un circolo vizioso era nell'aria: con l'abbassamento dei prezzi le aspettative delle persone sono che essi calino ancora di più, rendendo la domanda aggregata bassa e costringendo le imprese a diminuire ancora di più i prezzi. In questo caso si avrebbero effetti devastanti anche per i livelli occupazionali, dato che le aziende dovrebbero tagliare costi a fronte di ricavi minori.

Rendere la moneta meno costosa permette di economizzare anche il risanamento debitorio dei vari soggetti istituzionali e non, stimolando allo stesso modo ingenti investimenti per la crescita sia a livello di occupazione e consumi che per quanto riguarda infrastrutture e impianti sempre più modernizzati. Un'altra ripercussione positiva è la svalutazione monetaria, che permette un incremento delle esportazioni (più vantaggiose per paesi esteri) a fronte di un rischio di eccessiva crescita dei prezzi di alcuni beni primari che l'Europa non produce in grande quantità, specialmente quelli relativi al fabbisogno energetico come per esempio il petrolio.

Il ritmo con cui la BCE avrebbe acquistato titoli di debito durante il periodo di QE (inizialmente previsto da marzo 2015 a settembre 2016) era di 60 miliardi di euro al mese, regime mantenuto, nonostante i soliti dubbi dell'azionista di maggioranza dell'UE, ossia la Germania, fino a inizio 2018.

I risultati favorevoli, che si andranno a verificare nel prossimo capitolo, incentivarono quindi continui prolungamenti, anche se il programma venne dimezzato per i primi 9 mesi del 2018 a 30 miliardi, e scese ancora a 15 per gli ultimi 3 mesi dell'anno, al termine del quale l'operazione si concluse.

Draghi, nell'annunciare la fine del programma, sottolineò come la BCE avrebbe comunque dovuto considerare in futuro la possibilità di intraprendere nuovamente azioni così incisive ed espansive, ovviamente solo in caso di contingenze cicliche di decrescita economica.⁵⁵

L'orientamento politico-monetario accomodante rimane comunque necessario per mantenere un livello inflattivo adatto agli obiettivi di medio periodo dell'UE e, proprio per tale motivo, il rimborso in denaro dei titoli giunti a scadenza verrà reinvestito in acquisto di altri bond sul mercato: la liquidità non aumenterà, ma quella già esistente continuerà ad agire da stimolo al mantenimento del livello dei prezzi e di tassi di interesse comunque bassi.⁵⁶

⁵⁵ https://www.corriere.it/economia/18_giugno_14/annuncio-bce-2019-stop-quantite-easing-2d24e5aa-6fc9-11e8-b9b6-434f28412ff9.shtml

⁵⁶ <https://www.panorama.it/economia/euro/fine-del-quantitative-easing-le-cose-sapere/>

4. I risultati della politica monetaria accomodante nell'eurozona

4.1 L'Italia: i difetti economico-strutturali e i benefici del QE

L'Italia è stato uno dei paesi maggiormente interessati dalla crisi economica, specialmente a causa delle ripercussioni che la recessione ha avuto sulla sostenibilità finanziaria di un settore pubblico fortemente indebitato. La crisi finanziaria proveniva da Oltreoceano, ma come si è potuto vedere contagiò rapidamente l'UE, costringendo i governi ad intervenire secondo i modelli keynesiani di incremento di spesa pubblica e welfare, così da evitare ciò che era successo nel '29: purtroppo però non si tenne inizialmente conto dello stato di difficoltà in cui si trovavano le finanze statali di alcuni paesi europei, tra cui anche l'Italia, caratterizzati da un debito pubblico e da un rapporto deficit/PIL elevatissimi. La scarsa fiducia nella solvibilità del debito italiano portò al già citato incremento dei tassi e dello spread, e a rimetterci maggiormente furono le banche.

Il sistema bancario italiano si trovava già in una situazione delicata, in quanto molti finanziamenti alle imprese erano ormai divenuti a fondo perduto, a causa della diminuzione della domanda che aveva portato a crisi di sovrapproduzione industriale. Gli istituti creditizi inoltre possedevano ingenti quantità di BOT (Buoni Ordinari del Tesoro) che avevano perso valore proprio a causa dell'apprezzamento dei tassi di interesse: i titoli erano stati emessi con un mercato dei tassi a livelli molto più bassi rispetto alla situazione attuale, comportando una perdita in conto capitale per le banche. Come spesso accade in questi casi, la crisi di fiducia si ripercosse anche sulla Borsa, e a Piazza Affari i titoli azionari creditizi registrarono diminuzioni di valore che da tempo non si vedevano, con conseguente rischio di liquidità a livello sistemico dovuto alla sottocapitalizzazione della maggior parte degli istituti. Ovviamente ciò portò ad un credit crunch che non aiutava l'aumento dei consumi, in una situazione già recessiva a livello occupazionale e di produzione.

Il nuovo governo italiano, guidato dall'illustre economista Mario Monti, dovette adoperare misure impopolari che avrebbero colpito soprattutto il welfare (specialmente in ambito previdenziale) e causato un incremento della tassazione a livello generalizzato. Tali riforme, assieme al piano di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) attuato dalla BCE per la concessione agevolata di liquidità al mercato bancario, portò ad un abbassamento dello spread rispetto al terribile biennio 2010-11.

La revisione al ribasso della spesa però non poteva essere accompagnata, per definizione rispetto alla politica macroeconomica keynesiana, da una crescita dell'economia reale e, quindi, nonostante i risultati dal punto di vista del risanamento debitorio nazionale fossero comunque positivi, il disagio dei ceti medio-bassi della popolazione italiana rimaneva molto alto. Non vi era alcuna possibilità di adoperare una politica economica espansiva, a causa di parametri europei estremamente stringenti, e il termine "austerità" era ormai qualcosa che faceva molto paura ai cittadini, specialmente dopo aver visto i sacrifici a cui erano stati costretti paesi come Grecia, Portogallo e la stessa Spagna.

In questo senso, la politica monetaria espansiva della BCE si rivelò fondamentale per la ripresa dell'Italia, pur lenta e non allo stesso ritmo delle altre grandi potenze europee. Il problema principale

dell'economia italiana è legato a fattori distortivi strutturali, intrinseci al modello produttivo del Belpaese.

Tali disfunzioni derivano dalla vecchia politica economica "nazionale", in cui un ruolo fondamentale lo aveva la svalutazione competitiva della lira a favore delle esportazioni, vero punto di forza grazie al marchio del "made in Italy" in tutto il mondo.

L'industria italiana si basa storicamente sulle piccole e medie imprese (PMI) che, con l'avvento dell'euro, stentaronο ad incrementare la tradizionale qualità dei prodotti manifatturieri italiani, puntando invece su vie di internazionalizzazione low-cost (con delocalizzazioni per sfruttare approvvigionamenti materiali a basso prezzo). I ricavi che provenivano da tali risparmi vennero però incanalati nel mercato finanziario a fini prettamente speculativi, soprattutto sulla base dell'influenza anglo-sassone che suscitava un certo fascino nel ceto dirigenziale italiano, a discapito invece di miglioramenti produttivi che avrebbero reso ancora più attraente il settore industriale italico.

I più colpiti dalle strategie low-cost furono soprattutto i lavoratori, che vennero colpiti anche da concessioni fatte alle aziende per flessibilizzare il mercato del lavoro e renderlo meno costoso: l'effetto fu quello dell'aumento indiscriminato del precariato, con conseguente impoverimento dei ceti medi dovuto anche alla diminuzione del potere d'acquisto dei salari dipendenti. L'inflazione colpiva beni necessari come il petrolio, e l'ingresso nell'euro favorì ancora di più l'incremento del livello dei prezzi. La sofferenza delle imprese italiane durante la crisi fu principalmente dovuta alla minor domanda estera, che colpiva l'area export di cui l'Italia era massima esponente a livello internazionale. Con la recessione si passa dal precariato al diretto taglio del personale, con una strategia economica delle PMI finalizzata ad ulteriori riduzioni dei costi, cercando di rendere i propri prodotti competitivi.

Fino a quando il settore finanziario sembrò tenere, l'economia reale italiana pareva resistere grazie all'indebitamento delle famiglie che volevano continuare a tenere un determinato tenore di vita, ma quando ciò non fu più possibile, si assistette a uno dei più drastici cali dei consumi in Italia.

L'OMT lanciato da Draghi per l'acquisto di titoli obbligazionari dei paesi maggiormente a rischio consentì una ripresa del settore bancario, che grazie alla liquidità immessa dalla BCE poté risanarsi almeno a livello strutturale e di bilancio. Tale misura, unita alle già citate riforme di revisione della spesa pubblica italiana, portarono ad un rientro nei parametri europei, in particolare quelli del Patto di Stabilità e Crescita.

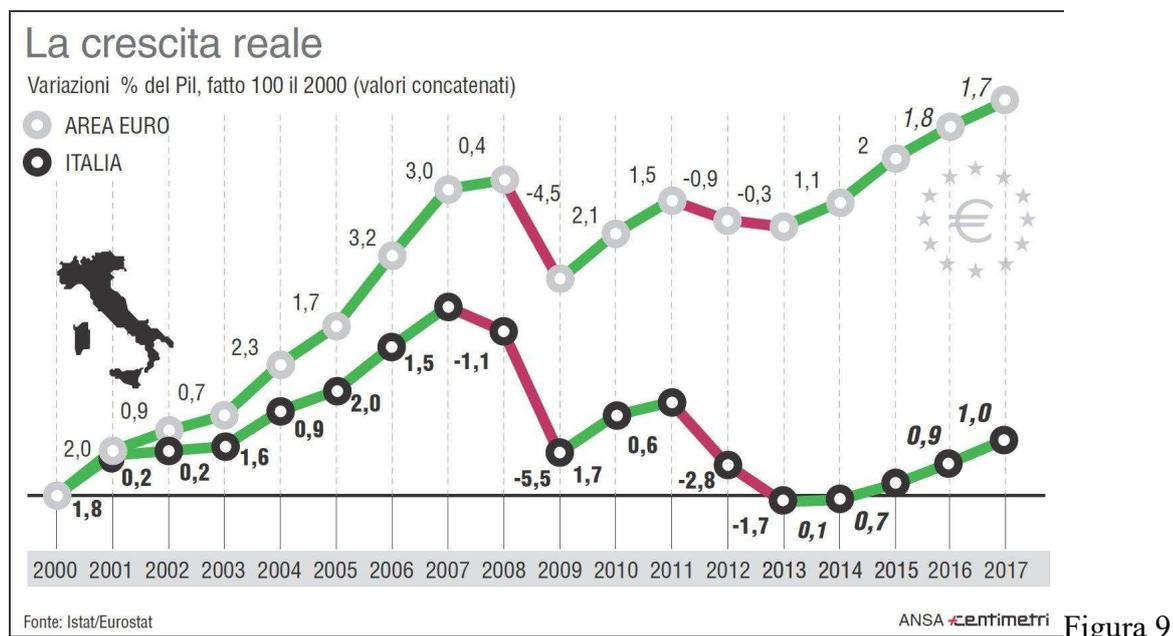
Sono tuttavia l'annuncio e l'entrata in vigore dell'ingente programma di alleggerimento quantitativo ad avere gli effetti più visibili sotto l'aspetto dell'economia reale in Italia: se con le misure convenzionali e non adottate in precedenza si era intrapresa un'azione improntata al salvataggio dell'apparato finanziario e industriale, dal 2014, quando la crisi del debito sovrano era definitivamente rientrata entro margini di controllo accettabili (eccetto che per la Grecia), l'obiettivo principale era quello di una ripresa economica reale, possibile nel mercato UE solo grazie a maggiori possibilità di finanziamento presso il settore bancario.

L'opportunità data dalla BCE alle banche commerciali per reperire massa monetaria ad un costo praticamente nullo risultò essere un importante incentivo al ricorso al mercato del credito: se il tasso di interesse applicato dalla BCE agli istituti creditizi diminuisce, questi ultimi possono finanziare imprese e famiglie a tassi analogamente bassi (pur leggermente superiori per avere un guadagno netto). I vari soggetti e individui che costituiscono il quadro economico-istituzionale possono quindi investire, si incrementa la produzione industriale e la domanda aggregata, l'inflazione tende ad

aumentare in maniera costante ma controllata e, a livello generale, ne beneficia l'intera economia. Inoltre, la spesa dell'Italia per interessi in percentuale rispetto al PIL è diminuita dal record del 5.2% del 2012 al minimo storico degli ultimi 18 anni del 3.5%⁵⁷: meno una nazione spende per finanziarsi, più risorse avrà a disposizione per aumentare gli investimenti pubblici di modernizzazione infrastrutturale.

L'Italia è ovviamente uno dei paesi che ha maggiormente tratto benefici dal QE, essendo stato esso concretizzato principalmente a favore dei paesi molto indebitati, che avrebbero così potuto rimborsare i debiti di stato a condizioni più favorevoli.

I dati (Figura 9) mostrano una ripresa a partire dal 2013 per quanto riguarda il PIL reale italiano (depurato quindi dagli effetti inflattivi), anche se rimane una differenza abbastanza evidente rispetto alla crescita dell'economia dell'UE, mediamente superiore di circa l'1% negli anni post crisi.



Tale differenziale dipende in gran parte da una mancata ristrutturazione del meccanismo produttivo italiano, ma anche da un'eccessiva presenza burocratica all'interno della macchina industriale del Belpaese, specialmente a causa di fattori culturali come la storica fortissima presenza statale nell'economia e il timore (a dire il vero testimoniato da vergognosi fatti di cronaca giudiziaria) di inserimenti criminali all'interno dell'apparato industriale, specialmente a livello dirigenziale. A contribuire a questo congelamento della ripresa italiana vi è anche un'eccessiva tassazione a livello familiare e di impresa, che mitiga quindi gli sforzi fatti dalla BCE verso l'incremento di investimenti e consumi mediante l'abbassamento dei tassi e l'incremento della massa monetaria.

In prospettiva, ad attenuare ancor di più i possibili e auspicabili effetti di risanamento per l'economia italiana vi è stata, nonostante il già citato elevato gettito fiscale, una decisa crescita del debito pubblico (Figura 10): ciò è sintomo di un'incapacità della classe politica italiana nel gestire le risorse a disposizione con l'efficienza allocativa necessaria per far ripartire il sistema produttivo senza ulteriori indebitamenti. L'ideale percorso, parallelo ai benefici del QE, sarebbe dovuto consistere in una decisa riduzione del debito, approfittando di una situazione macroeconomica favorevole in tale periodo.

⁵⁷ https://www.repubblica.it/economia/glossario/lemma/quantitative_easing-198997377/

Negli anni successivi alla fase recessiva vi è comunque stato un aumento dei consumi a livello familiare, con un aumento della spesa che tendenzialmente crescente dai 2359 euro del 2013 ai 2564 del 2017, con differenze tuttavia sostanziali tra aree geografiche⁵⁸: in particolare il problema del Mezzogiorno rimane un aspetto che va considerato seriamente dalla classe politica italiana.

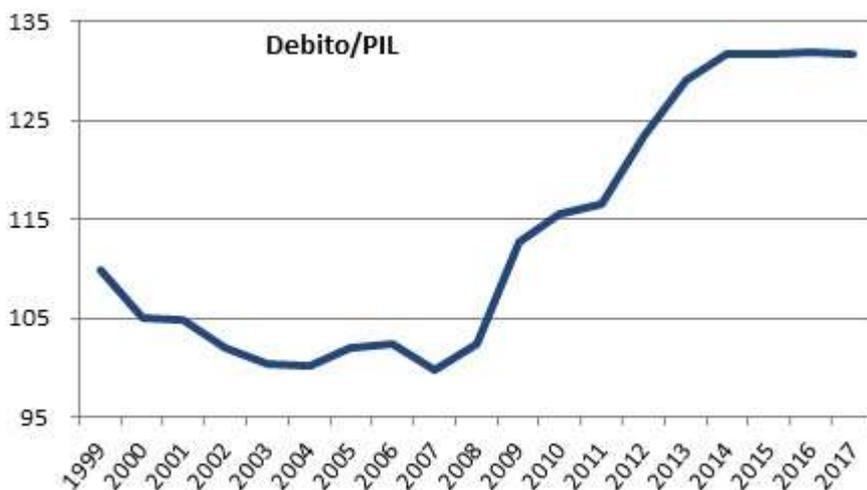


Figura 10

Un deciso miglioramento si è avuto nel settore delle esportazioni (Figura 11), messo a dura prova dalla crisi economica del 2008, che ha però potuto beneficiare dei vantaggi derivanti dalla svalutazione dell'euro conseguente al programma di alleggerimento quantitativo. Il trend positivo del commercio internazionale ha sicuramente avuto un ruolo altrettanto fondamentale nel garantire l'incremento dell'export italiano, rendendo possibile parallelamente anche un aumento degli investimenti esteri in Italia. Analizzando concretamente le statistiche messe a disposizione, le esportazioni sono aumentate di oltre il 50% tra 2009 e 2017, con un saldo della bilancia commerciale ampiamente in positivo di 40 miliardi dal 2014 in poi (anno in cui l'effetto anche del solo annuncio del QE ebbe un impatto decisivo sulla fiducia internazionale nei confronti dell'Italia.⁵⁹

In conclusione, si può affermare che gli effetti benefici del quantitative easing per l'economia italiana hanno più che altro evitato danni sistemici che avrebbero potuto essere ancor peggiori senza un intervento di politica monetaria accomodante da parte della BCE: l'elevato indebitamento pubblico, le evidenti carenze del sistema produttivo nel suo complesso, la mancanza di adeguate riforme di una pubblica amministrazione ancora legata a normative e procedure troppo standardizzate e poco flessibili, sono stati tutti elementi che hanno reso il sistema produttivo italiano estremamente vulnerabile alla volatilità dei mercati finanziari. La dipendenza dall'apparato creditizio ha esacerbato una tendenza evidentemente negativa e il pur essenziale aiuto di Francoforte mediante l'acquisto dei titoli di stato e privati ha solamente (se così si può dire) allontanato pericoli ancor peggiori per l'Italia. Inoltre, la BCE, al contrario della FED, non si è mai posta come obiettivo, almeno esplicitamente, la riduzione del livello di disoccupazione, problematica che affligge l'Italia ormai dall'inizio della recessione: indirettamente un leggero incremento degli investimenti da parte delle imprese, grazie all'aumento del credito, ha portato ad un leggero recupero dei dati sull'occupazione, purtroppo però ancora lontani dai livelli precrisi (Figura 12). Il quantitative easing è stato per il nostro paese un eccezionale strumento di salvataggio, soprattutto per il mondo degli intermediari e per le ultime

⁵⁸ <https://www.istat.it/it/archivio/217356>

⁵⁹ <https://www.linkiesta.it/it/article/2018/04/26/export-e-investimenti-esteri-lunica-cosa-che-ha-funzionato-davvero-neg/37891/>

eccezionali crescite dell'export, ma l'economia italiana presenta ancora difficoltà per cui non è bastata una politica monetaria così espansiva: sono necessarie riforme nazionali che vadano a cambiare e flessibilizzare in maniera radicale il sistema Italia, senza le quali Roma sarà fanalino di coda nel progresso di crescita economica europea, rischiando di diventare il tallone d'Achille al verificarsi di ulteriori fasi recessive.

Interscambio commerciale dell'Italia (valori in milioni di euro) (*)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gen.-giu. 2017	Gen.-giu. 2018
Export Italia	369.016	291.733	337.346	375.904	390.182	390.233	398.870	412.291	417.269	448.107	223.303	231.514
<i>Variazione % rispetto al periodo precedente</i>	1,2	-20,9	15,6	11,4	3,8	0,0	2,2	3,4	1,2	7,4	-	3,7
Import Italia	382.050	297.609	367.390	401.428	380.292	361.002	356.939	370.484	367.626	400.659	204.243	212.559
<i>Variazione % rispetto al periodo precedente</i>	2,3	-22,1	23,4	9,3	-5,3	-5,1	-1,1	3,8	-0,8	9,0	-	4,1
Interscambio complessivo Italia	751.066	589.342	704.736	777.332	770.475	751.235	755.809	782.776	784.895	848.766	427.545	444.073
<i>Variazione % rispetto al periodo precedente</i>	1,8	-21,5	19,6	10,3	-0,9	-2,5	0,6	3,6	0,3	8,1	-	3,9
Saldi	-13.035	-5.876	-30.044	-25.524	9.890	29.230	41.932	41.807	49.643	47.448	19.060	18.955
<i>Variazione assoluta rispetto al periodo precedente</i>	-4.439	7.159	-24.168	4.520	35.413	19.341	12.701	-125	7.836	-2.195	-	-106

(*) I dati del 2017 e 2018 sono provvisori. Fonte: elaborazioni Osservatorio Economico Ministero Sviluppo Economico su dati Istat

(**) I dati di interscambio dell'Italia sono disponibili fino a giugno 2018. Per tale periodo non sono ancora disponibili tuttavia i dati a livello geografico, settoriale e territoriale.

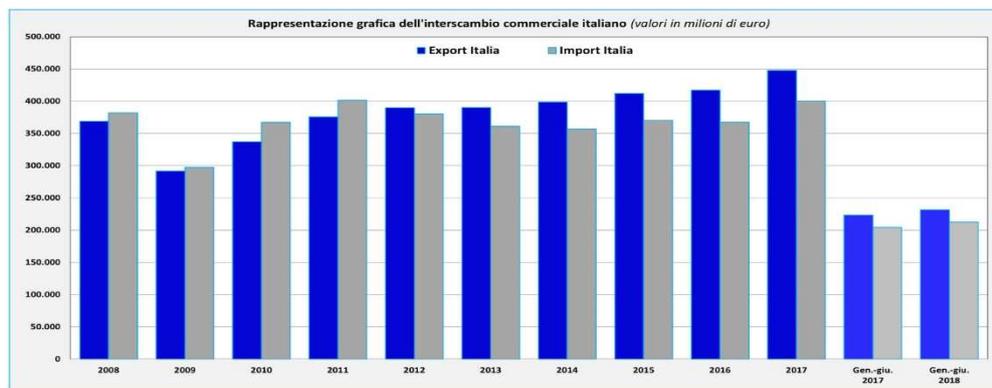


Figura 11

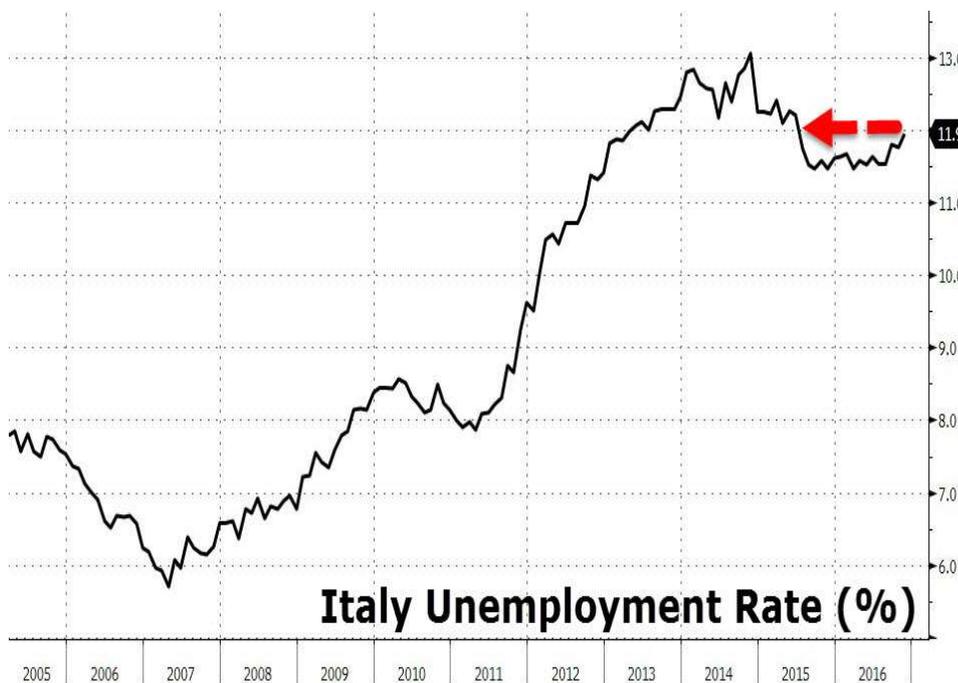


Figura 12

4.2 L'Europa: l'aumento degli investimenti e l'apparente ripresa

Guardando la Figura 9 analizzata poche pagine fa, non ci si può non soffermare sull'altro importante dato descritto dal grafico in questione: l'UE dal 2013 in poi ha avuto una crescita economica media continuamente in aumento, pur senza percentuali di sviluppo visibili in contesti ciclici di "boom". Se per parte della dottrina economica, di stampo marcatamente liberista, tale ripresa sia una ovvia conseguenza temporale post recessione, altri studiosi affermano che le misure espansive non convenzionali attuate dalla BCE abbiano certamente agevolato una risalita che solo qualche anno prima sembrava un miraggio.

Mario Draghi continua a ritenersi piuttosto fiero di quanto fatto durante il suo mandato, ormai giunto alla fase terminale. Il più grande alfiere del cambiamento politico di Francoforte affermò nel 2018, durante i mesi in cui l'espansione monetaria iniziava a diminuire, che l'inflazione e il PIL erano entrambe cresciute dell'1.9%, la prima in linea con l'obiettivo di medio-termine fissato istituzionalmente per la BCE e il secondo dato in ulteriore aumento rispetto all'incremento degli anni precedenti.⁶⁰

Le statistiche confermano quanto detto da Draghi, anche se le aspettative anche in questo caso erano migliori di quanto si sia effettivamente verificato: a tale opposizione però rispondono i favorevoli al QE, affermando che la recessione non si sarebbe bloccata senza un programma accomodante di immissione monetaria, accompagnata da una deflazione che avrebbe reso ancor più difficile il rimborso debitorio in una situazione di credit crunch come quella vissuta dal 2008 al 2012.

Le critiche all'operato della BCE negli ultimi anni vengono prevalentemente da quella classe di economisti molto legata ai parametri di Maastricht, e tendenzialmente restia a manovre così espansive di politica monetaria. Uno studio accademico condotto nei Paesi Bassi⁶¹ ha dimostrato l'assenza di un collegamento effettivo tra le riforme monetarie e la ripresa economica europea, portando avanti la tesi della ciclicità di fasi recessive alternate a periodi di sviluppo. Altra obiezione molto in voga è quella relativa alla sopravvivenza di imprese cosiddette "zombies": le accuse verso le nuove politiche dell'istituto centrale europeo sono relative al fatto che esso si sia mosso in una logica molto vicina all'assistenzialismo, dato che i tassi di interesse così bassi hanno aiutato tutte quelle aziende in grossa difficoltà finanziaria, permettendo loro un'artificiosa sopravvivenza, senza peraltro alcun incremento in termini di produttività.⁶²

Senza alcun programma di investimenti pubblici, ancora molto legati alle intenzioni dei vari governi nazionali, un'attività di espansione monetaria non può servire a molto in termini occupazionali e può incrementare notevolmente le disuguaglianze sociali, a causa degli effetti distorsivi conseguenti ad un aumento delle rendite finanziarie che beneficiano del QE rispetto ad un mercato del lavoro piuttosto stagnante e precario. L'aumento dei prezzi del mercato immobiliare e di beni derivanti quindi dal settore finanziario possono portare ad ulteriori bolle speculative degenerative, ossia le

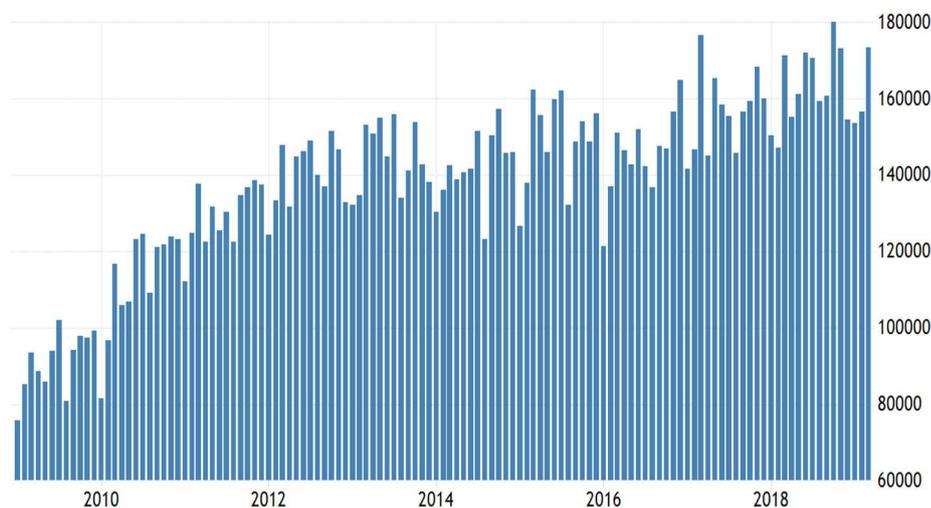
⁶⁰ Mario Draghi alla conferenza stampa dopo il Consiglio Direttivo della BCE, 2018.

⁶¹ Adam Elbourne and Kan Ji, "CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis", 2019.

⁶² <https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2019-03-13/il-quantitative-easing-serve-poco-e-puo-anche-far-male-130559.shtml>

stesse che causarono l'esplosione della crisi: l'assenza di uno schema macroeconomico di stampo marcatamente keynesiano, che renda possibili incrementi della spesa pubblica, e di riduzioni equilibrate in tutto il continente dell'imposizione fiscale sulle imprese, fa sì che le disuguaglianze che si creano tra il ricco mondo finanziario e i ceti medio-bassi siano ancora maggiori. In Europa sono soprattutto fattori di tipo culturale ad influenzare una tendenza economica generale verso un orientamento neoliberale: lo stesso Trattato di Maastricht presenta normative chiaramente avverse all'ingerenza dei governi nell'economia e ad una libertà (pur regolamentata) degli agenti economici sul mercato.

Il Quantitative Easing ha comunque avuto l'indubbio merito di migliorare il settore europeo delle esportazioni (Figura 13), grazie alla svalutazione competitiva dell'euro che deriva dall'immissione eccessiva di liquidità, ma anche in questo caso vi è un prezzo da pagare per l'UE a livello sistemico: la diminuzione del peso dell'economia dell'Eurozona, con un drastico calo del valore in valuta commerciale (il dollaro americano) delle transazioni internazionali eseguite con la moneta unica europea.⁶³



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | EUROSTAT

Figura 13 (Export UE)

Aldilà delle opinioni sulla bontà dell'incremento dell'export a discapito della svalutazione monetaria, non vi è ombra di dubbio sul fatto che tale dato sia l'unico realmente riconducibile alle misure di politica monetaria. Il problema principale è comprendere se il ruolo delle misure non convenzionali sia stato così importante per la ripresa, data la contemporanea presenza di riforme a livello nazionale e dello stesso Fondo Monetario con gli aiuti ai paesi più in difficoltà.

Gli effetti del programma di acquisto di asset pubblici consistettero inizialmente nella riduzione dei rendimenti dei titoli di debito governativo, specialmente per quanto riguardava i cosiddetti PIIGS.⁶⁴ La diminuzione del premio al rischio su questi titoli ha tendenzialmente tranquillizzato le agenzie di rating, molto pessimiste sulla solvibilità di alcune obbligazioni statali durante le fasi più acute della crisi. Attraverso tali misure è calato notevolmente il pericolo di credit crunch: l'aumento della liquidità ha ridotto del 6.4% la probabilità di una contrazione del credito per le piccole e medie imprese, e in tal senso ha avuto un'importante funzione regolativa il piano di acquisto di titoli privati

⁶³ <https://www.forbes.com/sites/yuwahedrickwong/2015/10/18/qe-and-its-global-consequences/#768739d3937a>

⁶⁴ Giovanni Dell'Ariccia, Pau Rabanal and Damiano Sandri, cit.

aziendali (Corporate Sector Purchase Program). In generale, si può affermare che il settore finanziario abbia potuto usufruire di una vera e propria boccata di ossigeno grazie al cambiamento della politica monetaria; ma, per quanto riguarda le misure di ricchezza reale, i dubbi sull'esistenza di uno schema di causa-effetto permangono.

E' effettivamente complicato stabilire una connessione tra l'attività espansiva della BCE, in particolare con il QE, e la crescita degli aggregati macroeconomici che posseggono, per loro stessa natura, una dinamicità minore nel breve termine: individuare una relazione tra misure prese in un data fase temporale e conseguenze che si evidenziano sul lungo periodo è un'operazione estremamente delicata, specialmente considerando variabili fondamentali per l'economia come il livello dei prezzi, l'attività delle imprese in materia di investimenti e i consumi famigliari.

In generale, le varie ricerche effettuate dai più illustri studiosi mostrano che il PIL reale e l'inflazione sono cresciuti anche in conseguenza di semplici annunci di nuove operazioni di carattere monetario della BCE: la manifestazione al pubblico dell'intenzione di intraprendere un'azione espansiva con l'Outright Monetary Transactions non ha solo abbassato i tassi di interesse in Italia e Spagna, ma ha di conseguenza consentito un aumento del PIL rispettivamente dell'1.5 % e 2% rispetto alle previsioni, mentre l'Indice dei Prezzi al Consumo mostrava una crescita inflattiva dell'1.2% per il nostro paese e del 0.74% per lo stato iberico. Anche l'erogazione dei finanziamenti bancari, strumenti fondamentali soprattutto nei paesi dell'Europa meridionale in difficoltà, è aumentata del 3.6% in Italia e del 2.3% in Spagna, permettendo un aumento sostanziale degli investimenti, in particolare delle PMI, dal 2013 al 2017.

Paesi più virtuosi come Germania e Francia non hanno avuto conseguenze positive di tipo finanziario, avendo, come già visto, tassi di interesse su titoli di stato bassissimi per la sostanziale inesistenza di un rischio di insolvenza; in compenso, esse hanno potuto usufruire dei vantaggi derivanti dalla crescita dei paesi periferici a più alto rischio, come quelli analizzati in precedenza.

Gli effetti a livello sistemico delle due misure non convenzionali più importanti (LTRO e Asset Purchase Program, il noto quantitative easing) hanno portato ad un incremento dell'1.5 % circa del PIL seguendo la media europea nei primi anni di immissioni monetarie, crescita in aumento fino al 2018.⁶⁵ Le maggiori opportunità di credito a basso costo hanno portato ad un boom delle piccole e medie imprese, e la svalutazione monetaria ha rinforzato la competitività dell'export specialmente per nazioni fortemente dipendenti dal commercio internazionale come Irlanda e Lussemburgo. Il consumo privato, prevalentemente di carattere familiare, cresce in maniera costante e in parallelo con la riduzione della disoccupazione, anche se la problematica della mancanza di lavoro, specialmente per i più giovani, rimane un fattore da considerare (Figura 14): proprio questi dati mostrano la notevole eterogeneità a livello geografico delle variabili economiche che più influiscono sulla vita di tutti i giorni.

Alcuni paesi crescono di più, altri meno, e alcuni mostrano addirittura segni di indebolimento: in molti si chiedono il motivo di tali differenze, ma la realtà è oggettivamente sotto gli occhi di tutti. Come detto precedentemente per l'Italia, vi sono molti paesi con problemi strutturali dell'apparato economico, derivanti da misure nazionali sbagliate prese in precedenza dai policy maker, con ripercussioni di lungo termine difficili da riparare. Questi difetti non sono però caratteristici di ogni stato, e questo rende ancora più problematica un'attuazione di una politica omogenea a livello sovranazionale. I differenziali di sviluppo dei paesi cosiddetti "core" e di quelli periferici portano a

⁶⁵ Wei Min, "The European Central Bank's Quantitative Easing: Effects and Impacts", 2016.

disuguaglianze geografiche e sbilanci commerciali, occupazionali e, di riflesso, sullo stile di vita dei cittadini europei. Germania, paesi Scandinavi e Benelux presentano un'economia solida, moderna, con debiti pubblici irrisori rispetto alla loro capacità produttive e, quindi, nonostante le misure non convenzionali non siano state attuate in favore di questi paesi, sono ancora loro a beneficiare maggiormente delle agevolazioni derivanti da queste riforme.

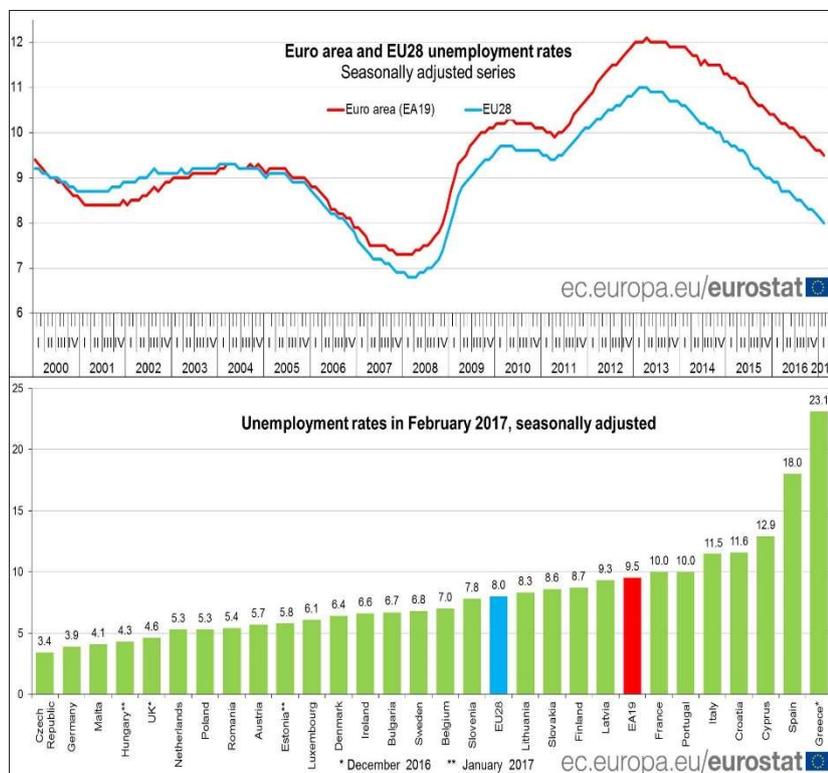
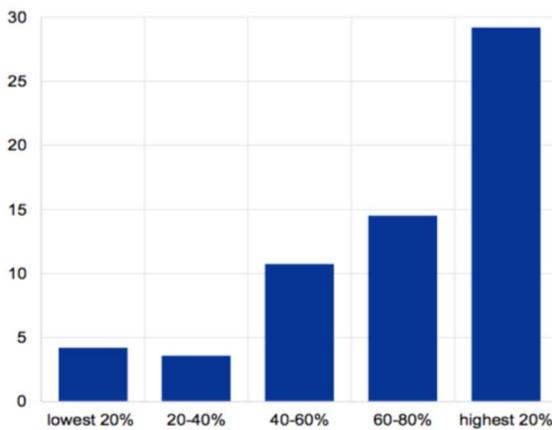


Figura 14

I paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano hanno invece sfruttato il QE per ridurre drasticamente l'austerità fiscale e incrementare spesa pubblica e ricorso alla leva finanziaria: ciò ha portato ad un aumento ulteriore del debito pubblico, ormai passato dal 60% del PIL europeo ad oltre il 90%. Le radici della decisione di adoperare una politica economica nazionale più espansiva vanno ricercate specialmente nella necessità dei policy maker di guadagnare consenso tra i cittadini, costretti negli anni precedenti a sacrifici pesanti che avevano comportato un abbassamento del loro tenore di vita. Le divergenze di visione tra i vari stati permangono in maniera evidente, con le nazioni più virtuose che accusano quelle in maggiore difficoltà di essere troppo avvantaggiate dall'attuazione delle misure non convenzionali, e in questo senso gli attacchi allo stesso Mario Draghi sulla sua presunta assenza di imparzialità (dovuta soprattutto alla nazionalità) sono solo un esempio della scarsa fiducia tra governi e stesse istituzioni europee; a loro volta, i paesi dell'Europa meridionale e, ultimamente, anche orientale, vedono Francia e soprattutto Germania sotto una luce profondamente negativa, quasi come delle leader europee dispotiche che farebbero soltanto i loro interessi. La propaganda politica non aiuta a frenare tali divergenze e, sotto un profilo più tecnico, le disuguaglianze geografiche all'interno dell'UE aumentano a causa di regimi fiscali profondamente diversi tra paesi che adottano la stessa moneta (19 su 27).

L'aumento automatico del valore dei beni finanziari, effetto del QE, porta, come già accennato, ad un aumento delle disuguaglianze sociali: aumenta il valore degli asset finanziari, fattore decisamente positivo per le Borse dopo la fase recessiva, ma tali attività sono detenute dalla piccola percentuale di popolazione più ricca (Figura 15).

(variazione in punti percentuali della ricchezza netta media come quota percentuale del reddito lordo per classi di ricchezza, Q2 2014-Q2 2016)



Fonti: Simulazioni della BCE e Indagine sulla finanza e consumi delle famiglie nell'Euro sistema
Nota: gli intervalli percentuali indicano le classi di ricchezza netta, esempio lowest 20% = il quinto delle famiglie con ricchezza netta più bassa

Figura 15

Le opinioni sui risultati del quantitative easing nel contesto economico europeo sono quindi molto contrastanti: da un lato, il QE è stata l'ultima e più incisiva misura di politica monetaria non convenzionale che ha favorito una migliore sostenibilità dell'indebitamento pubblico di numerosi stati europei, restituendo fiducia ai mercati nei confronti dei titoli di stato, evitando danni catastrofici a cui si stava giungendo a causa della crisi del settore bancario e, di conseguenza, permettendo un recupero degli investimenti, dell'occupazione e dei consumi.

“Non c'è strumento migliore per aumentare l'uguaglianza che incrementare l'occupazione” disse Mario Draghi nel 2017, ma la crescita delle variabili reali può essere facilmente imputabile anche a manovre di governi nazionali e ad andamenti ciclici dell'economia.

Il raggiungimento del livello di inflazione vicino al 2%, il vero “goal” della BCE nel medio periodo, ha avuto sicuramente ottimi riflessi sulla competitività dell'economia europea, ma anche in questo caso si tratta soprattutto di effetti riparativi rispetto alla minaccia deflattiva post recessione, e non invece di aiuto alla crescita come accaduto con la politica della FED.

Politiche monetarie e fiscali dovrebbero coordinarsi maggiormente a livello sovranazionale, e bisogna tenere conto della notevole differenza nel possesso di asset finanziari tra USA (82% della ricchezza degli americani dipende dal possesso di titoli sui mercati) e UE (solo il 49%).⁶⁶ Inoltre la propensione al risparmio dei cittadini europei è di gran lunga maggiore, e in un momento in cui vi è necessità di incremento degli investimenti bisognerebbe approfittare maggiormente delle agevolazioni creditizie sui tassi di interesse.

Una politica monetaria accomodante è uno strumento necessario e fondamentale per recuperare da situazioni come quella della crisi del 2008 e, nell'UE, soprattutto dei debiti sovrani, e i risultati si sono visti ma, come detto, non nella misura voluta e sperata dalla BCE: in Europa la crescita è sostenuta e costante, ma le problematiche strutturali dell'Unione Monetaria andrebbero risolte velocemente, perché l'economia europea si presenta sostanzialmente debole agli occhi di un mondo in cui la costante presenza americana e l'exploit dei paesi orientali (Cina su tutti) pongono il Vecchio

⁶⁶ Wei Min, cit.

Continente di fronte alla necessità di essere unito nell'organizzarsi in maniera centralizzata e coordinata tramite politiche di sviluppo che siano attuate in accordo tra tutti i paesi.

4.3 Uno sguardo al futuro: cosa fare dopo il QE per il rilancio economico europeo

Da gennaio 2019 la Banca Centrale Europea ha concluso il programma di acquisto dei titoli di stato dei paesi UE: il bilancio dei 3 anni di attuazione della più grande manovra monetaria espansiva di Francoforte è di 2500 miliardi di euro utilizzati per l'immissione di liquidità nei mercati finanziari, di cui 345 usati per acquistare titoli di debito italiani. I tassi di interesse rimangono comunque estremamente bassi per favorire il finanziamento del mercato interbancario e, a loro volta, delle imprese commerciali, con il mantenimento di un tasso negativo sui depositi per incentivare gli investimenti, pari a 0 per le operazioni di rifinanziamento principale e del solo 0.25% per quanto riguarda i rifinanziamenti marginali. Purtroppo, come si può evincere da ciò che è stato detto in precedenza, sono mancate riforme strutturali a livello nazionale che potessero essere complementari al QE: molti paesi, tra cui anche l'Italia, hanno approfittato delle agevolazioni per incrementare la spesa pubblica a favore di un ampliamento del welfare, ma una politica ultra-accomodante avrebbe dovuto essere accompagnata da risparmi pubblici, mediante privatizzazioni, liberalizzazioni e deregolamentazioni, così da poter essere ancora più efficaci per il risanamento delle fondamenta economiche europee.

Le minacce all'apparato produttivo e commerciale dell'Eurozona provengono anche dall'esterno, con la guerra dei dazi Cina-USA che rischia di trascinare nel baratro un'economia aperta all'export come quella europea. La svalutazione dell'euro, in seguito all'aumento del livello dei prezzi, ha portato ad un automatico aumento dell'avanzo commerciale europeo, ma le tensioni sui mercati internazionali potrebbero decisamente ridimensionare la crescita delle esportazioni, poiché le politiche protezionistiche dei vecchi partner commerciali andrebbero a tagliare le opportunità di sviluppo all'estero dei beni e servizi made in UE.

Bisogna comunque precisare che la conclusione del quantitative easing è stata un processo dinamicamente graduale e le rassicurazioni di Forward Guidance della BCE ai mercati sembrano rivelare l'intenzione di continuare a gestire la politica monetaria in un'ottica di controllo dell'inflazione, che deve continuare a essere vicina al 2%. I titoli acquistati dalla BCE rimarranno comunque a lungo a bilancio, non solo dell'istituto centrale europeo ma anche delle emittenti nazionali, fino alla scadenza di tali attività: il capitale rimborsato verrà comunque reinvestito dall'Eurosistema fin quando necessario per mantenere la stabilità dei prezzi e evitare pericoli deflattivi.⁶⁷

Peraltro, rimangono attive operazioni non convenzionali di matrice espansiva come le Outright Monetary Transactions, strumenti con cui la Banca Centrale può acquistare titoli di debito pubblico a medio termine (tra 1 e 3 anni) di un paese bisognoso di aiuto dal Fondo Salva-Stati (conosciuto anche come Meccanismo Europeo di Stabilità) su mercati secondari a più alto rischio, in cambio dell'impegno del paese in questione ad adoperare riforme di risanamento del debito pubblico.

Prospettive di crescita al ribasso per il biennio 2018-19 hanno convinto la BCE ad adoperare altre operazioni non convenzionali di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Long Term

⁶⁷ <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-06-13/bce-la-fine-qe-ecco-cosa-accadrà-dopo-guida-mosse-che-oggi-annuncerà-draghi-220909.shtml>

Refinancing Operations) con le quali, attraverso l'aumento dell'offerta di moneta, si cerca di incentivare la dinamicità del mercato creditizio: le banche dovranno però approfittare di tale opportunità iniettando a loro volta la liquidità in più presso aziende e famiglie "target", con bisogni e caratteristiche specifici. Fermo restando il no ad un altro QE, la BCE cerca di ridurre anche le disuguaglianze conseguenti alla stessa manovra del 2015, riducendo il gap che si è creato tra aumento percentuale del livello dei prezzi e crescita dei salari: l'inflazione cresce secondo gli obiettivi di medio-termine, ma gli stipendi continuano ad aumentare in maniera minore rispetto ad essa.

Contestualmente a tale annuncio, è stata confermata l'intenzione di Francoforte di non aumentare i tassi, per evitare effetti depressivi sugli investimenti in un momento di stallo economico. Gli effetti del TLTRO, almeno nell'intenzione, dovrebbero concentrarsi maggiormente verso banche di paesi periferici (PIIGS in particolare) che nelle tranche precedenti presentavano difficoltà nel garantire la soddisfazione dei requisiti di liquidità degli Accordi di Basilea 3 (2010).⁶⁸

Dato che la BCE sembra intenzionata a reinvestire comunque i titoli a scadenza, la fine del QE potrebbe non essere traumatica per l'economia europea, a patto che i vari stati membri si adoperino al fine di non aumentare il debito: più una speranza, guardando ai comportamenti passati, che una certezza. L'altro rischio è quello di una fuga degli investitori stranieri dalle loro posizioni sui titoli di debito, poiché una scarsa fiducia nella sostenibilità finanziaria di uno stato indebitato eccessivamente, come per esempio quello italiano, potrebbe incentivare i soggetti esteri a vendere le loro quote, senza che tale cessione sia compensata da nuovi acquisti della Banca Centrale, portando quindi ad un nuovo aumento dello spread.

Vi è comunque un'intenzione esplicita delle istituzioni europee a fare qualsiasi cosa (il famoso "Whatever it takes" di Draghi) pur di evitare derive antieuropeiste a livello politico nazionale e, proprio in tal senso, il nuovo orientamento della BCE si colloca in un quadro di difesa della moneta unica, in modo che l'euro non sia messo in discussione o accusato di tutti i mali possibili e immaginabili che potrebbero affliggere l'economia dell'UE. Bisogna infatti prendere in considerazione anche l'opinione dei cittadini, in particolare appartenenti al ceto medio-basso, che sarebbero fortemente colpiti da innalzamenti dei tassi di interesse, specialmente se mutuatari di un prestito a tasso variabile, e manifesterebbero tali insofferenze prendendo di mira specialmente gli organismi istituzionali europei.

I mercati valutari potrebbero essere ovviamente influenzati dalla fine del QE, dato il rapporto causa-effetto tra incremento di liquidità e svalutazione monetaria: se non vi sono più immissioni "artificiali" di denaro in più, entro qualche mese l'euro potrebbe rinforzarsi, nonostante una politica monetaria restrittiva attuata ultimamente dalla FED che dovrebbe mitigare questo apprezzamento della moneta unica europea rispetto alla valuta più importante dell'economia globale, il dollaro americano.⁶⁹

Le misure non convenzionali sono state uno strumento incredibilmente funzionale al boom dei mercati azionari, ma, allo stesso tempo, hanno distorto notevolmente il funzionamento dell'apparato finanziario europeo, rendendo negativi anche i tassi di interesse a lungo termine (e quindi a maggior rischio) per i paesi più affidabili come la Germania e restringendo notevolmente i rendimenti di intermediari finanziari come le compagnie assicurative, i fondi pensione e le stesse banche. Se è vero che si è posto un deciso controllo alla libertà dei mercati, è altrettanto chiaro quanta influenza abbia

⁶⁸ <https://www.riskcompliance.it/news/tltro-fine-del-quantitative-easing-e-tassi-negativi-il-dilemma-irrisolto/>

⁶⁹ <https://www.e-investimenti.com/news/21250-fine-del-quantitative-easing/#se-il-qe-fa-bene-perche-terminarlo>

avuto il programma espansivo nel far diminuire lo spread, il differenziale di rendimento tra titoli di stato, specialmente tra paesi core e periferici (tra BTP e Bund si è passati da un distacco di 350 punti base a 130 tra il 2015 e il 2018): l'annuncio della fase terminale ha comportato una piccola scossa al rialzo, anche a causa di notevoli incertezze sulla fattibilità delle varie manovre politiche delle nazioni a più alto rischio come l'Italia, e di fatto è aumentata la volatilità dei tassi a cui si finanziano i vari paesi, un aspetto da non sottovalutare nel lungo periodo, che dipende principalmente dalla fiducia degli investitori nei confronti delle politiche economiche dei governi nazionali.

Il percorso verso la normalizzazione della politica monetaria europea dovrà quindi, per forza di cose, essere lento e controllata, ma porterà benefici ai risparmiatori, con un presumibile recupero dei rendimenti da depositi, e soprattutto agli investitori in titoli di stato che potranno finalmente usufruire di attività con rendimenti correlati veramente al rischio; va comunque precisato che la non eccessiva inflazione degli ultimi anni ha sostanzialmente mantenuto inalterati i valori di capitale investito reale (cioè proprio al netto dell'incremento del livello dei prezzi). Nei prossimi anni però, l'inflazione tornata ormai quasi al 2% sarà legata a rendimenti maggiori degli investimenti, consentendo ai piccoli risparmiatori di scegliere un'allocazione delle risorse in base alle loro esigenze e peculiarità rispetto al rapporto rischio-rendimento.

Si è accennato in precedenza ad un possibile sviluppo in positivo per il mercato bancario dopo la fine del QE, affermazione che potrebbe sembrare in controtendenza rispetto a quanto si è visto sugli effetti di sostegno alle aziende creditizie delle politiche non convenzionali: si trattava appunto di misure di "salvataggio" dell'apparato bancario europeo, con cui si cercava di dare una spinta ad investimenti mai stati così bassi negli ultimi anni. Le politiche ultra-espansive avevano portato ad un drastico appiattimento della curva dei rendimenti (che lega i tassi a breve con quelli a lungo termine), ma è risaputo che una banca si finanzia a breve con depositi e prestiti overnight per impiegare tali fondi in attività di ampia durata, come i finanziamenti a famiglie e imprese: il margine di interesse è il vero guadagno dell'intermediario, ossia la differenza tra gli interessi attivi che si ottengono e quelli passivi che bisogna pagare ai propri finanziatori, e le banche, sapendo che tale attività sia più redditizia quando il differenziale dei tassi a lungo termine con quelli a breve è più alto, sono ancora più incentivate a finanziare il mondo produttivo, aiutando quindi le imprese a investire, assumere di più e, con il solito circolo vizioso su cui si basa l'economia, portare ad uno sviluppo sistemico.⁷⁰

Un esempio, da cui partono coloro che affermano che un ritorno ad una politica monetaria standard possa essere un vantaggio per l'economia europea, è quello della restrizione operata dalla FED dal 2014, effettivamente correlata a livello temporale ad un incremento drastico del PIL (Figura 16) anche se queste relazioni risentono notevolmente di variabili macroeconomiche in cui anche le manovre del governo federale hanno avuto un'importante influenza.

⁷⁰ <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-07-04/perche-fine-quantitative-easing-fara-bene-all-italia-193716.shtml>



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS

Figura 16

La storia dell'economia insegna che qualunque tipo di cambiamento nella politica economica, monetaria e fiscale va inserito in un determinato contesto dinamico per comprenderne i punti di forza e di debolezza, e se soprattutto i benefici siano maggiori degli svantaggi: entrambi si presenteranno, poiché non esiste una ricetta perfetta che sia risolutiva per tutte le problematiche economiche che si possono manifestare, e questo discorso vale anche per il Quantitative Easing.

Il QE è stato un progetto di portata straordinaria, assolutamente rivoluzionario per quelle che sono le fondamenta istituzionali dell'Unione Europea, ma si tratta infatti di uno strumento non convenzionale, che non è possibile adoperare per sempre, anche perché funziona in maniera perfetta almeno per quanto riguarda l'incremento conseguente dell'inflazione, che ha ormai raggiunto l'obiettivo di medio termine e che quindi non deve più crescere (e proprio per tale motivo la Germania sembra essere sempre più pervasiva nel controllare e criticare possibili manovre espansive come i TLTRO); tuttavia, allo stesso tempo, i primi mesi senza una politica ultra-espansiva sono stati caratterizzati da una generale stagnazione economica a livello europeo, e il bisogno di politiche fiscali in direzione anticiclica (per ripristinare un obiettivo di crescita, sempre nell'ottica della stabilità monetaria) è contrastato dalla contestuale necessità di riduzione del debito (che comporterebbe quindi una maggiore austerità fiscale). Gli organi istituzionali dell'UE sembrano in questo momento storico privilegiare il contenimento dei deficit statali, e la Commissione si prodiga nel raccomandare agli stati un'oculata gestione delle finanze pubbliche, a discapito di riforme che privilegierebbero investimenti e spese maggiori, ma la verità è che entrambe le visioni presentano verità inconfutabili: un eccessivo indebitamento è garanzia di instabilità finanziaria e di maggiori costi per lo stato, ma un'assenza di un programma sistematico di investimenti è inconciliabile con prospettive di sviluppo.

La vera sfida che si deve proporre l'Europa è quella di evitare il continuo intervento dell'istituzione monetaria a risolvere ogni singolo problema economico, dato che tali azioni hanno effetti distorsivi nel lungo termine sull'apparato finanziario continentale e, di riflesso, globale. Il potere della politica monetaria è stato spesso sopravvalutato dall'opinione pubblica e, proprio per questa supposizione, le autorità competenti in ambito economico non si sono adoperate a dovere in un impegno indirizzato verso la crescita.

La domanda di beni e servizi rimane la variabile macroeconomica su cui bisogna concentrare maggiormente gli sforzi unitari delle istituzioni europee: infatti, essa dipende non solo da una distensione monetaria con tagli a tassi di interesse che favoriscano gli investimenti, ma anche da una politica fiscale che sia coerente con gli sforzi che si vogliono intraprendere per lo sviluppo. Un modello di tassazione basse e più o meno omogenea a livello continentale (tenendo comunque in

considerazione le profonde differenze tra stati membri), entro il quale l'UE funge da garante nel flessibilizzare la restituzione di un debito a più lungo termine, ovviamente aumentato a causa del taglio fiscale, sarebbe probabilmente la soluzione migliore per rilanciare l'economia europea in ottica futura, ma le perplessità della Commissione e della Germania su manovre espansive, sia dal punto di vista monetario che fiscale, rimangono elevate, gli stessi dubbi che non hanno consentito al QE di risolvere i problemi strutturali dell'economia europea.

Vi è quindi la necessità di uscire da una situazione di impasse, in cui l'austerità è contrastata apertamente dal sentimento popolare e, di conseguenza, da numerosi politici attenti, in un'ottica di Public Choice, alle necessità del proprio elettorato, che spesso però ignora gli stringenti limiti a cui bisogna attenersi nell'operare manovre espansive. La mancanza di una soluzione vera e propria si riflette quindi su scelte intermedie che non hanno avuto un impatto sufficiente per creare uno shock positivo per l'incremento dei consumi e, quindi, anche della domanda aggregata da cui partono tutti gli infiniti ragionamenti possibili da un punto di vista macroeconomico.

Una politica monetaria accomodante crea, come già accennato, ulteriori disuguaglianze sociali, che bisognerebbe ridurre il più possibile con una riduzione delle tasse al ceto medio, vero motore dell'economia reale, accompagnate da riforme del mercato del lavoro che garantiscano maggiori livelli di occupazione e minori costi per le imprese, tartassate dall'imposizione fiscale e da un'eccessiva burocratizzazione (di cui l'Italia è una degna esponente).

Tutto ciò che si è elencato a livello teorico rimane comunque fuori dalla portata gestionale della BCE che, negli ultimi anni, ha probabilmente agito nella maniera più ovvia per evitare depressioni finanziarie che avrebbero peggiorato ancor di più la situazione economica generale: una politica monetaria oculata e coerente è in grado di risolvere molti problemi di carattere finanziario, dall'erogazione del credito all'incremento del livello dei prezzi, ma è altrettanto fondamentale che tali riforme siano attuate in maniera complementare a rivoluzioni strutturali dell'apparato economico europeo, in un'ottica di interdipendenza e fiducia reciproca tra istituzioni europee e nazionali, fattore necessario per evitare situazioni di stallo economico, ma che tuttavia è venuto decisamente a mancare negli ultimi anni.

5. Conclusione

Nel corso del lavoro si sono volute ricercare le radici più profonde della politica monetaria, affinché fosse possibile, attraverso una dettagliata analisi storica del mercato creditizio europeo e non solo, individuare caratteristiche che avrebbero contraddistinto le scelte delle autorità monetarie anche in epoca moderna. Come si è avuto modo di verificare, molti errori si sono ripetuti e, in alcuni casi, ancora non si è imparato da ciò che è stato fatto di sbagliato nel passato: basti pensare alle crisi inflattive dovute all'eccessiva emissione monetaria, uno degli errori più visibili del passato ma che, ancora oggi, non consente a paesi moderni, come per esempio il Giappone, di essere completamente indipendenti dalle scelte della banca centrale sulla massa monetaria da inserire nel circuito interbancario.

Ricercando sempre un nesso tra storia e attualità, è apparso chiaro che l'evoluzione da un sistema con differenti mercati nazionali poco collegati verso uno globalizzato e in continuo mutamento abbia completamente cambiato il modo d'intendere l'economia e, di conseguenza, la vita di noi cittadini: fino a pochi anni fa si riteneva che il cambiamento fosse in meglio, specialmente con la spinta delle nuove tecnologie che sembravano essere le protagoniste di una nuova epoca di lustro, caratterizzata dalla supremazia del mondo finanziario su quello del commercio e della produzione reale, ma oggi, dopo la crisi, la maggior parte delle persone rivede sotto una luce negativa le varie modernizzazioni, senza le quali non sarebbe stato possibile strutturare gli stessi strumenti che hanno causato la recessione.

Probabilmente la verità sta nel mezzo, nel senso che l'avanzamento tecnologico verso un sistema di mercati globali e integrati è stato necessario per cercare di proseguire su quei livelli di crescita incredibili avuti dopo la Seconda Guerra Mondiale, ma allo stesso tempo ci sarebbe stato bisogno di una governance più pervasiva sotto vari aspetti, a partire dai grandi squilibri tra valori intangibili dei titoli finanziari a quelli concreti dei beni e servizi. L'insoddisfazione delle persone è venuta fuori soprattutto per le profonde differenze che tali distorsioni hanno creato, a partire dai lavoratori che vedevano i propri capi e top manager avere stipendi milionari semplicemente approfittando in maniera speculativa della volatilità dei mercati borsistici, sensibili a fattori non riconoscibili per il pubblico dei piccoli risparmiatori.

In questo quadro, le banche centrali hanno cercato di dare una risposta ai bisogni di un'economia profondamente intaccata dalla devastante recessione del 2008, intervenendo in maniera invasiva sui mercati e riuscendo in qualche modo a mitigare gli effetti della crisi. La normalizzazione del sistema economico globale è però ancora un obiettivo difficile da raggiungere, dato che i valori su cui si costruiscono i profitti delle imprese dipendono in maniera esagerata dai mercati, e l'economia è ormai assuefatta da questo funzionamento immateriale; gli istituti di emissione possono adoperarsi in vario modo per indirizzare i tassi d'interesse e l'offerta di moneta in una certa direzione, ma, fin quando non ci sarà un cambiamento a livello strutturale dell'intero apparato produttivo, i nodi continueranno a venire sempre al pettine in maniera ciclica.

A nulla servono litigi e contrasti tra istituzioni e paesi: è necessario accordarsi, integrare le politiche economiche a livello internazionale, costruire quelle basi da cui ripartire in maniera coordinata, consci delle differenze ma, allo stesso tempo, consapevoli delle profonde somiglianze venutesi a creare a causa della globalizzazione. Solo in questo modo si potrà ricostruire quel

rapporto di fiducia reciproco tra governi e coloro che più hanno bisogno di risposte, ossia i cittadini.

6. Bibliografia

Adam Elbourne and Kan Ji, “CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis”, 2019.

Adam Smith, “La ricchezza delle nazioni”, 1776.

Alain Plessis, “Le Banque de France et les relations monetaires internationales jusqu’en 1914”, 1982.

Alvise Zorzi, “Quando Rialto era la Wall Street del Mediterraneo”, 1990-91.

Anna Maria Galli, “La formazione e lo sviluppo del sistema bancario in Europa e in Italia”, 1992.

Armin Grunbacher, “Cold-War Economics: The Use of Marshall Plan Counterpart Funds in Germany, 1948-1960”, 2012.

Art.8 Trattato di Roma.

Benn Steil, “The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order”, 2013.

Charles Albert Eric Goodhart, “The changing role of central banks”, 1989.

Denis Patrick O’Brien, “Monetary Base Control and the Bank Charter Act of 1844”, 1997.

Douglas C. North and Barry R. Weingast, “Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England”, 1989.

Ennio De Simone, “Storia economica: dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica”, 2014.

Giovanni B. Pittaluga e Giampiero Cama, “Banche centrali e democrazia: istituzioni, moneta e competizione politica”, 2004.

Giovanni Dall’Ariccia, Pau Rabanal, Damiano Sandri, “Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom”, 2018.

Harold James, “The Multiple Context of Bretton Woods”, 2011.

Helen Drake, “Political Leadership and European Integration: The Case of Jacques Delors”, 1995.

Hilton Root, “The fountain of privilege: Political foundations of markets in old regime France and England”, 1994.

J. Lawrence Broz, “Paying for privilege: the political economy of Bank of England Charters, 1694-1844”, 2004.

Jean Baptiste Say, “Traité d’économie politique”, 1803.

Jean-Claude Trichet, 2009.

John Brewer, “The Sinews of Power: War, Money and English State, 1688-1783”, 2002.

John Maynard Keynes, “The economic consequences of peace”, 1919.

John Maynard Keynes, “The General Theory of Employment, Interest and Money”, 1936.

John Shovlin, “John Law’s System and the Geopolitics of Financial Revolution”, 2016.

Mario Draghi al Global Investment Conference, Londra, 2012.

Mario Draghi alla conferenza stampa dopo il Consiglio Direttivo della BCE, 2018.

Milton Friedman, “Real and Pseudo Gold Standards”, 1961.

P.G.M. Dickson, “The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit”, 1993.

Peter Howells, “The U.S. Fed and the Bank of England”, 2013.

Peter Praet (membro Comitato Esecutivo BCE), VoxEU.org, 2013.

Peter S. Goodman for The New York Times, “In Britain, Austerity Is Changing Everything”, 2018.

Pietro Rota, “Storia delle Banche”, 1974.

Roger T. Johnson, “Historical Beginnings... The Federal Reserve”, 2010.
the Making of a New World Order”.

Wei Min, “The European Central Bank’s Quantitative Easing: Effects and Impacts”, 2016.

7. Sitografia

<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisimutuisubprime.htm>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

<https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>

https://www.corriere.it/economia/18_giugno_14/annuncio-bce-2019-stop-quantite-easing-2d24e5aa-6fc9-11e8-b9b6-434f28412ff9.shtml

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.it.html>

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

<https://www.e-investimenti.com/news/21250-fine-del-quantitative-easing/#se-il-qe-fa-bene-perche-terminarlo>

<https://www.epertutti.com/storia/LA-CRISI-DEL-E-IL-NEW-DEAL-Cri24726.php>

<https://www.eur-lex.europa.eu>

<https://www.europa.eu>

<https://www.forbes.com/sites/yuwahedrickwong/2015/10/18/qe-and-its-global-consequences/#768739d3937a>

<https://www.greenreport.it/news/economia-ecologica/litalia-ancora-meta-del-guado-della-crisi-visco-pil-tornera-ai-livelli-del-2007-nel-2025/>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-06-13/bce-la-fine-qe-ecco-cosa-accadrado-poi-guida-mosse-che-oggi-annuncera-draghi-220909.shtml>

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-07-04/perche-fine-quantitative-easing-fara-bene-all-italia-193716.shtml>

<https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2019-03-13/il-quantitative-easing-serve-poco-e-puo-anche-far-male-130559.shtml>

<https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2019-04-27/l-assuefazione-tokyo-droga-monetaria-103009.shtml?uuid=ABG4L7rB>

<https://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-06-05/le-sigle-draghi-smp-securities-market-programme-211527.shtml>

<https://www.istat.it/it/archivio/217356>

<https://www.linkiesta.it/it/article/2018/04/26/export-e-investimenti-esteri-lunica-cosa-che-ha-funzionato-davvero-neg/37891/>

<https://www.novecento.org/dossier/le-grandi-crisi-del-mondo-contemporaneo/la-crisi-del-1929/#perchealungo>

<https://www.panorama.it/economia/euro/fine-del-quantitative-easing-le-cose-sapere/>

<https://www.panorama.it/economia/opinioni/fed-bce-quanta-differenza/>

<https://www.rampantscotland.com/SCM/story.htm>

https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la_vera_storia_del_fallimento_lehman-205828602/

https://www.repubblica.it/economia/glossario/lemma/quantitative_easing-198997377/

<https://www.riskcompliance.it/news/tltro-fine-del-quantitative-easing-e-tassi-negativi-il-dilemma-irrisolto/>

<https://www.stat-search.boj.or.jp>