

(Preliminary Version)

Traditional economic theories and new approaches to the recent economic and financial crisis.

Talamo Giuseppina,

Researcher in Economics, Faculty of Business and Law, University of Enna "KORE".

Sabatino Michele,

Assistant Professor, Faculty of Business and Law, University of Enna "KORE".

The purpose of this paper is to concisely survey the literature on the recent crisis with a focus on the impact of the Quantitative Easing (QE) and Juncker Investment Plan (JIP) policies in the European scenario. We will also consider national policies, with their structural reforms and budget measures, all within the various constraints imposed by EU rules. To accomplish this, we will make a foray among the main theories of thinking schools of traditional economic. What we want to emphasize is first, that despite the QE policy, the JIP and all national policies, what emerges is the absence of coordination and integration between monetary and fiscal policies. This lack of coordination and integration is no new thing in the European policy framework. But never has its absence been so critical. In the European scenario, recently, the adoption of austerity policies has aggravated the economic situation of many EU countries depressing aggregate demand and launching a vicious circle of austerity-depression-deficit-austerity. This has prompted the need to review the main economic paradigms, to find new tools and, again, to brush theories considered outdated, focused mainly on the face of aggregate demand and fiscal and monetary policies. This paper aims to analyze, in this regard, the effectiveness of some of these expansionary policies focusing on monetary policy, with particular reference to those so called "unconventional" which were recently conducted by the ECB following the intensification of the Eurozone crisis.

Keywords: *Crisis, Economic History, Monetary Policy, Fiscal Policy*

JEL Classification: O1, B00, E52, E58, E62

(Preliminary Version)

Le teorie economiche tradizionali e i nuovi approcci alla recente crisi economica e finanziaria

Talamo Giuseppina,

Researcher in Economics, Faculty of Business and Law, University of Enna "KORE".

Sabatino Michele,

Assistant Professor, Faculty of Business and Law, University of Enna "KORE".

Lo scopo di questo lavoro è quello di esplorare la letteratura sulla crisi più recente con particolare riferimento all'impatto delle politiche di Quantitative Easing (QE) e Juncker Investment Plan (JIP) nello scenario europeo. Prenderemo in considerazione anche le politiche nazionali, con le loro riforme strutturali e le misure di bilancio. Nel fare ciò, faremo una comparazione tra le principali teorie delle scuole di pensiero economico tradizionale. Quello che vogliamo sottolineare è innanzitutto che, nonostante la politica di QE, il JIP e tutte le politiche nazionali, emerge l'assenza di coordinamento e integrazione tra le politiche monetarie e fiscali. Questa mancanza di coordinamento e integrazione non è una novità nel quadro della politica europea. Ma la sua assenza non è mai stata così critica. Nello scenario europeo, recentemente, l'adozione di politiche di austerità ha aggravato la situazione economica di molti paesi dell'UE deprimendo la domanda aggregata e innescando un circolo vizioso di austerità-depressione-deficit-austerità. Da ciò nasce la necessità di rivedere i principali paradigmi economici, di trovare nuovi strumenti e, di ripensare quelle teorie considerate, oramai, obsolete, focalizzate principalmente sul fronte della domanda aggregata e delle politiche fiscali e monetarie.

Il presente lavoro intende analizzare a tal riguardo l'efficacia di alcune di queste politiche espansionistiche che si concentrano sulla politica monetaria, con particolare riferimento a quelle cosiddette "non convenzionali" recentemente condotte dalla BCE a seguito dell'intensificazione della crisi dell'area euro.

Keywords: *Crisis, Economic History, Monetary Policy, Fiscal Policy*

JEL Classification: O1, B00, E52, E58, E62

1. Introduzione

Malgrado la drammatica esperienza della recente crisi economica e finanziaria, la maggiore consapevolezza di un più forte coordinamento delle politiche economiche, tanto monetarie quanto di bilancio, non ha trovato, ad oggi, una chiara espressione né nelle teorie economiche né nelle strategie di crescita dei paesi avanzati. In particolar modo nell'Unione Europea esistono opinioni largamente divergenti sulle politiche da adottare per rilanciare la crescita e accelerare la ripresa economica, ma soprattutto sui risultati e gli effetti delle politiche economiche sino ad ora utilizzate.

Dopo lo scoppio della crisi, la politica macroeconomica non ha funzionato e le economie avanzate non sono ancora tornate a una condizione di cosiddetta normalità o pre-crisi. Le politiche macroeconomiche adottate prima dello scoppio della crisi finanziaria erano state viste come una sorta di panacea alla volatilità macroeconomica. Quel periodo di crescita e di stabilità finanziaria, dovuto all'adozione di politiche monetarie efficaci volte a garantire la stabilità dei prezzi, e quindi una bassa inflazione, era definito "la grande moderazione" (Bernanke, 2004). La crisi del 2007 fece presto dimenticare la grande moderazione per lasciare spazio, invece, a un periodo storico-economico paragonabile alla Grande Depressione del 1929.

Inizialmente gli Stati cercarono di reagire alla crisi introducendo pacchetti di misure di stimolo. Tale intervento durò poco e venne sostituito dalle politiche di risanamento dei conti pubblici, ovvero politiche di bilancio orientate al rigore. Gli Stati si trovarono così costretti a rivolgersi alle banche centrali e alla politica monetaria per contribuire a sollevare l'economia dalla recessione. Ma le scelte di adottare politiche monetarie non convenzionali ebbero *un modus operandi* diverso nei diversi Paesi. Mentre negli Stati Uniti e in Inghilterra la banca centrale è intervenuta subito, prima con politiche monetarie convenzionali e dopo introducendo politiche monetarie non convenzionali, in Europa la situazione è stata diversa anche per il diverso ruolo che la Banca Centrale Europea (BCE) ricopre all'interno dell'Unione stessa. Analizzando gli effetti delle politiche monetarie non convenzionali (vedi il *Quantitative Easing*, QE) applicate dalla BCE si può notare come, se da un lato la BCE è riuscita a riportare sotto controllo le turbolenze finanziarie, dall'altro le azioni della BCE nel combattere la stagnazione sono state meno efficaci.

Un approccio allo studio della crisi considera le imperfezioni e incertezze dell'agire delle istituzioni dell'area Euro una delle principali cause della crisi stessa. Tale approccio si focalizza sul "*moral hazard problem*" dovuto al fallimento delle istituzioni nell'evitare gli abusi dell'agire delle autorità fiscali nazionali (Panico-Purificato, 2013). Nonostante questi problemi esistessero già prima dello scoppio della crisi, dopo il 2007 le istituzioni hanno contribuito ad intensificare i conflitti tra le autorità nazionali e europee. Così, se da un lato l'Europa non ha mostrato alcuna incertezza nell'intervenire per il salvare il settore bancario, lo stesso non ha fatto nei confronti delle azioni a favore degli Stati. Di conseguenza, il costo dell'incertezza dell'agire e della conseguente mancanza di coordinamento tra le varie politiche adottate ha avuto, e ha ancora, serie e devastanti conseguenze sia per il sistema economico sia per il sistema sociale.

Altri autori rimproverano l'eccessiva importanza attribuita al pareggio di bilancio, alle politiche monetarie non convenzionali e ai tassi di interesse bassi che si sono rivelati poco efficaci per

stimolare la spesa aggregata delle famiglie (Wray & Nerisyan, 2017). Altri autori, ancora, riprendendo ben consolidate teorie macroeconomiche, sostengono che alla radice della stagnazione europea ci sia una carenza di investimenti, e solo con l'effetto traino di questi ultimi si potrà realizzare una ripresa sostenuta e sostenibile (Griffith- Jones & Cozzi, 2017). L'importanza che è attribuita al pareggio di bilancio è ritenuta esagerata e anche sbagliata. I risultati ad oggi mostrano che tassi di interesse bassi, misure di politica monetaria non convenzionali e politiche di *austerity* sono poco efficaci per stimolare la spesa aggregata. Un esempio che conferma questa teoria è dato dal piano Juncker. Il piano Juncker è stato un buon inizio, ma le risorse sono state troppo ridotte e è stato pure vanificato dal persistere delle politiche di austerità.

Una delle principali critiche alle esistenti politiche macroeconomiche è che esse poggiano su una teoria della moneta molto specifica. Già Minsky sottolineava come la moneta non è semplicemente creata dalle autorità centrali, ma è creata ogni volta che le banche centrali prestano i soldi e così facendo incrementano il potere di acquisto di chi li riceve. Così, la moneta è endogena all'economia reale e dipende dalla produzione di beni e servizi. Da queste conclusioni prende spunto la teoria della moneta moderna che considera la natura endogena della moneta nei moderni sistemi finanziari e vede la politica di bilancio come uno strumento più potente ed efficace della politica monetaria per combattere le forze recessive e stimolare la crescita.

Da questa situazione di incertezza e poca fermezza, si ritiene necessaria una rielaborazione del pensiero economico e delle strategie economiche tradizionali da adottare per riuscire a dare una risposta concreta alle prospettive di crescita e sviluppo nel prossimo futuro. Se da un lato, prevalgono, a livello generale, interpretazioni che continuano a privilegiare le politiche del rigore e della "austerità espansiva"¹ o comunque della necessità di utilizzare i tradizionali strumenti della politica monetaria sempre nel quadro di una limitazione dell'intervento dello Stato nell'economia e del pareggio di bilancio, dall'altro si rafforzano le posizioni che affermano la necessità di un ripensamento delle strategie basate su politiche di bilancio orientate al rigore, sulla visione del ruolo dei disavanzi di bilancio e del rapporto con il debito pubblico. A tal proposito, alcuni autori parlano di "finanza funzionale" (Lerner, 1943) con l'obiettivo di abbandonare la filosofia paralizzante della sana gestione dei conti pubblici in favore di un approccio orientato ad indirizzare il bilancio dello Stato verso investimenti in grado di trasformare e migliorare il futuro.

Considerando l'enorme problema in questo argomento, quello che vogliamo sottolineare è innanzitutto che, nonostante la politica di facilitazione quantitativa, il piano di investimenti Juncker (JIP) e tutte le politiche nazionali, emerge l'assenza di coordinamento e integrazione tra le politiche monetarie e fiscali. Questa mancanza di coordinamento e integrazione non è una novità nel quadro della politica europea. Ma la sua assenza non è mai stata così critica. Nello scenario europeo, recentemente, l'adozione di politiche di austerità ha aggravato la situazione economica di molti paesi dell'UE, deprimendo la domanda aggregata innescando un circolo vizioso di austerità-depressione-deficit-austerità. Tutto ciò ha portato a rivedere i principali paradigmi economici, trovare nuovi strumenti e a recuperare e rileggere in una nuova chiave le teorie considerate obsolete, concentrate principalmente sul fronte della domanda aggregata e delle politiche fiscali e monetarie

¹ Alesina A., *Fiscal adjustments: lessons from recent history*, incontro ECOFIN, Madrid, 15/4/10 http://scholar.harvard.edu/files/alesina/files/fiscaladjustments_lessons-1.pdf p.9

È questo lo scopo che si propone questo lavoro, ovvero, fare il punto sulle principali teorie economiche tradizionali e non nell'analizzare il ruolo delle politiche macroeconomiche monetarie e di bilancio durante la crisi.

Il paper è organizzato come segue: nella prima parte si riassumono gli effetti concreti delle politiche di allentamento quantitativo con particolare riferimento a quelli strumenti chiamati “non convenzionali” che recentemente la BCE ha utilizzato per contrastare la crisi dell'Eurozona. Successivamente ci si concentra sulle politiche per gli investimenti e su come l'Eurozona stia pensando di rilanciare la crescita anche attraverso il Piano Juncker e altri strumenti innovativi. Infine, nell'ultima parte, si è discusso sulla necessità di un migliore e nuovo coordinamento tra politiche monetarie e politiche di bilancio in grado di sostenere una nuova fase di crescita e quindi sulla necessità di completare il processo di integrazione comunitaria fortemente squilibrato e inefficace.

2. Inquadramento storico

La crisi economica e finanziaria del 2007-2008 ha rischiato di fare crollare l'intero sistema capitalista occidentale. Nell'aprile 2006 il FMI descriveva in dettaglio la situazione macroeconomica come stabile sottolineando come le innovazioni finanziarie più recenti avessero reso il sistema della finanza globale più stabile. Nell'estate 2007 i primi segnali di stress finanziario erano stati interpretati come gestibili problemi di liquidità (Turner A., 2016). La crisi finanziaria è stata uno shock così grande non soltanto perché pochissimi economisti sono riusciti a prevederla e interpretarla, ma anche perché, nel decennio precedente, tutti sembravano ormai convinti che la politica economica avesse risolto il problema di fondo dei cicli economici e che si vivesse in un lungo periodo di “grande moderazione” (Bernanke, 2004). Robert Lucas, concludeva nel 2003 che “il problema centrale della prevenzione delle recessioni è stato risolto e per molti decenni”. La “grande moderazione” è definitivamente finita con la crisi del 2007-2008 inaugurando, per i paesi occidentali, un periodo di “grande recessione”. Sempre il IMF, nel 2010, criticava fortemente il mancato intervento dei Governi in risposta alla crisi e focalizza la propria analisi sul rapporto esistente tra Governi e settore bancario. Dello stesso avviso è Haufler et al (2011) che afferma che la crisi è stata causata dagli inadeguati interventi e approcci degli stati coinvolti.

La crisi economica e finanziaria può essere attribuita a tre cause fondamentali: (i) una politica monetaria attuata negli anni 2000 dalle banche centrali, che hanno portato ad un aumento del credito e dell'indebitamento privato e alimentato in molti paesi una bolla immobiliare (ipoteche subprime); ii) un forte squilibrio macroeconomico internazionale; iii) un uso diffuso da parte delle banche e degli intermediari di strumenti finanziari innovativi e rischiosi, i cui effetti negativi sono stati accentuati dalle debolezze dei sistemi regolamentari e di vigilanza dei mercati finanziari che non sono stati in grado di limitare la loro diffusione. Le principali conseguenze della recessione si sono manifestate ovunque con un aumento della disoccupazione, una riduzione dell'inflazione e un peggioramento dei conti pubblici.

All'interno del mondo accademico la “teoria economia ortodossa” poggia in misura considerevole la sua concezione sul fatto che il capitalismo sia un sistema economico caratterizzato da mercati competitivi e che se esistono dei “fallimenti di mercato” questi giustificano un intervento pubblico temporaneo e specifico in grado di “correggere” i fallimenti promuovendo la concorrenza e ripristinando le situazioni di partenza. In questa logica anche lo Stato spesso fallisce intervenendo

in maniera sproporzionata, intempestiva e spesso non disinteressata. Gli interventi pubblici quindi devono essere limitati e oggi più che mai ridimensionati. Tale modello offre un impianto razionale che coniuga, quindi, in maniera efficace la teoria e le sue politiche economiche. La crisi economica degli ultimi dieci anni tuttavia sembra avere scalfito questo impianto teorico riaprendo il dibattito sull'appropriatezza dell'analisi teorica e soprattutto sulle politiche economiche da adottare per ripristinare condizioni di crescita e anche di sostenibilità sociale ed ambientale. Ancor di più tale dibattito sembra avere aperto nuovi scenari soprattutto a livello europeo dove l'introduzione della moneta unica e la sua incompleta costruzione hanno ampliato l'ambito della discussione. In questa situazione la teoria, e di conseguenza la politica economica, si sono mostrate spesso deficitarie e inefficaci. Le ricette ortodosse e dominanti non sono riuscite a rimettere in moto le economie occidentali e se ci sono riuscite lo hanno reso possibile solo dopo un lungo periodo di lento e faticoso recupero con costi sociali ed economici enormi. Dopo il 2008, infatti, quasi tutte le economie occidentali sono tornate gradualmente alla crescita, ma la ripresa è stata la più lunga dei tempi moderni. Uno dei dibattiti più controversi riguarda il ruolo della politica di bilancio e della politica monetaria nonché il loro coordinamento nella risposta alla crisi finanziaria e alla ripresa stentata che ne è seguita.

La prima risposta alla crisi è stata quella delle variabili monetarie e di bilancio. A differenza della crisi del 1929, l'effetto combinato di aggressive iniezioni di liquidità deliberatamente effettuate dalle banche centrali e consistenti disavanzi di bilancio hanno impedito conseguenze ancora più gravi se non il crollo dell'intero sistema. Ciononostante, qualche anno dopo l'esplosione della crisi, le autorità economiche e politiche dei paesi occidentali sono tornate alla vecchia dottrina ortodossa del pareggio dei bilanci e dell'austerità.

I percorsi intrapresi dai vari Stati non sono stati sempre uguali, anzi è possibile distinguere due *modus operandi* in Europa e negli Stati Uniti. La Federal Reserve (Fed) ha svolto la funzione di prestatore di ultima istanza fornendo fondi alle banche statunitensi attraverso il *Term Auction Facility* (Taf)² e alle istituzioni finanziarie di altre giurisdizioni attraverso accordi valutari reciproci con le altre banche centrali³. Contestualmente, considerato che la crisi finanziaria si stava espandendo anche all'economia reale, il 17 febbraio 2009 il presidente Obama promulgò l'*American Recovery and Reinvestment Act*. Ovvero, un massiccio intervento dello Stato composto di stimoli fiscali (riduzioni delle tasse per 275 miliardi di dollari) e di spesa pubblica (500 miliardi di dollari in spesa sociale e investimenti). Nelle pagine del "*New York Times*", il premio Nobel dell'economia Paul Krugman (2009) spiegò che il merito della risposta alla crisi era dovuta non solo dagli stimoli del governo ma soprattutto dagli stabilizzatori automatici che il sistema di welfare americano possedeva. Probabilmente dovuti più al funzionamento degli stabilizzatori automatici, congegnati per entrare in funzione senza alcuna iniziativa politica, che per iniziativa dei governi. Tuttavia, piuttosto che riconoscere il ruolo della politica di bilancio e degli stimoli fiscali, numerosi economisti, leader politici e commentatori hanno finito per dichiarare che la lentezza della ripresa fosse dovuta alla comparsa di grandi disavanzi pubblici, ribadendo che i "mercati" avrebbero colpito i paesi che non si fossero preoccupati del risanamento dei conti pubblici.

² Cfr. il sito web della Federal Reserve spiega il funzionamento della Taf:
http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/newsevents/reform_taf.htm

³ Maggiori dettagli sugli swap di liquidità tra banche centrali sul sito:
http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidit swaps.htm

La stretta sui conti pubblici è stata spiegata con la convinzione che i disavanzi pubblici gravano psicologicamente sugli operatori privati che reagiscono all'intervento dello Stato risparmiando di più e investendo di meno (effetto spiazzamento) e con la previsione di un inevitabile inasprimento fiscale futuro. La nota teoria dell'equivalenza ricardiana, secondo cui la politica di bilancio non influenza la domanda aggregata perchè qualsiasi incremento del disavanzo pubblico si traduce in un decremento della spesa privata e in particolare dei consumi privati. Anche se lo stesso Ricardo ammise che le persone non si comportano così⁴ tale teoria è alla base dell'economia neoclassica. In realtà molti fautori del rigore di bilancio riconoscono la teoria ricardiana al contrario: *“se lo Stato riducesse il suo disavanzo, il settore private, liberato della paura di future incrementi delle tasse, ridurrebbe spontaneamente le sue eccedenze. Per dirla in altro modo, la tesi è che se solo il governo mettesse ordine nei propri conti il settore private ritroverebbe una fiducia assoluta nella propria situazione patrimoniale, risparmierebbe di meno e si indebiterebbe di più, spingendo la domanda aggregata”* (McGulley P., 2010).

Alla fine del 2009 in Europa la gran parte dei paesi membri dell'Euro erano in crisi, con una forte contrazione dell'economia, e avevano, altresì, sfondato i tetti, rispettivamente del 3 e del 60 per cento, del rapporto Deficit/Pil e del rapporto Debito/Pil. Avere stabilito fin dall'inizio limiti discrezionali e privi di fondamenti teorici e empirici validi, suggerisce implicitamente di quanto male fosse stata la progettazione delle regole di bilancio pensate per la zona euro in sede del Trattato di Maastricht con l'intento di contenere i disavanzi di bilancio dei Paesi aderenti. Tuttavia il fatto più grave fu l'aver dato credito alle idee “rigoriste” alimentando l'ossessione per il pareggio di bilancio. In questo clima di fibrillazione i “mercati” hanno reagito con una forte avversione per le obbligazioni emesse dagli Stati membri dell'Unione economica e monetaria e con la richiesta di premi per il rischio insolvenza insostenibili. Non potendo più finanziarsi sui mercati obbligazionari tradizionali alcuni Paesi sono finiti per richiedere l'aiuto dell'Eurozona e del Fondo Monetario Internazionale entrando in un circolo vizioso di austerità-depressione-deficit-austerità.

Nel dibattito pubblico, tuttavia, è mancata la consapevolezza che esiste una differenza fondamentale fra le economie come gli Stati Uniti, la Gran Bretagna, il Canada e l'Australia da una parte e la zona Euro dall'altra. I Paesi dotati di una autonoma sovranità monetaria coordinate con i rispettivi sistemi di bilancio possono finanziare i propri disavanzi semplicemente attraverso le proprie banche centrali. Non hanno bisogno di ottenere denaro dai mercati finanziari ma possono finanziarsi autonomamente. Diversamente nell'Eurozona, con l'avvento della moneta unica, vi è stato un “divorzio” tra le istituzioni di bilancio e le autorità monetarie. La politica di bilancio è rimasta di competenza degli Stati nazionali, privi tuttavia di ampia discrezionalità per l'esistenza di regole sempre più rigide e ispirate all'idea del pareggio di bilancio, mentre l'autorità monetaria è stata trasferita a una istituzione sovranazionale quale la BCE che fino a poco tempo fa era priva di un reale potere di prestatore di ultima istanza, tipico di una qualsiasi banca centrale. In tale situazione gli Stati membri dell'Eurozona non possono più stampare moneta e sono costretti a prendere in prestito denaro dai mercati finanziari privati. Inoltre, alle politiche di bilancio nazionali non si è sostituita un vero e proprio bilancio europeo con una reale capacità di incidere sulle variabili macro-economiche. A causa di questa difettosa e incompleta progettazione europea i paesi dell'Eurozona, soprattutto quelli più deboli e indebitati, hanno ceduto la loro autorità di bilancio ai mercati obbligazionari e si sono visti costretti a adottare programmi di austerità e politiche di rigore.

⁴ Nel saggio *Essay on the Funding System*, Ricardo scrive: “ma chi paga le tasse non valuta mai in questa maniera, e dunque non gestisce i propri affari privati di conseguenza” Il saggio è disponibile all'indirizzo <http://oll.libertyfund.org/titles/ricardo-the-works-of-david-ricardomcculloch-ed-1846-1888/>

Le conseguenze sono state disastrose soprattutto sul piano sociale e della solidarietà con un'accelerazione della recessione. Malgrado la firma di numerosi e ulteriori accordi intergovernativi tra i Paesi dell'Eurozona per ribadire i propri programmi e impegni a favore del rigore di bilancio le tensioni sui mercati finanziari non si sono fermate se non solo quando la BCE, nell'estate del 2012⁵, ha finalmente dichiarato che avrebbe fatto qualsiasi cosa pur di evitare la crisi dell'Eurozona divenendo, di fatto, un prestatore di ultima istanza e successivamente avviando una politica monetaria fortemente espansiva con l'utilizzo di strumenti non tradizionali.

Anche gli Stati Uniti e la Gran Bretagna hanno successivamente adottato politiche di rigore delegando alle politiche monetarie espansive il compito di consolidare la ripresa economica. Ancora oggi si discute se la politica monetaria sia lo strumento più idoneo a rispondere alla crisi economica o se siano necessarie ulteriori politiche di bilancio espansive, nonchè il ripristino di una condizione di coordinamento tra i due strumenti di politica economica soprattutto nell'ambito dell'Eurozona. Molti pareri sembrano convergere sull'interpretazione secondo cui, a seguito dell'esperienza recente, la politica monetaria sembra in grado di controbilanciare parzialmente una stretta sui conti pubblici anche in un contesto di tassi di interesse a zero. Agendo prevalentemente su un "effetto ricchezza" si è operato aumentando il valore e la disponibilità delle attività mobiliari ma con evidenti effetti sul piano della distribuzione della ricchezza e dell'allargamento del divario tra ricchi e poveri, tra possessori di titoli azionali, obbligazioni e patrimoni e non, e, infine, con un'eccessiva assunzione di rischi che possono contribuire a accrescere ulteriormente la fragilità del sistema finanziario (Yellen L.J. 2014).

3. Le politiche monetarie "non convenzionali"

A dieci anni dalla crisi i tassi di interesse sono molto bassi, i livelli di indebitamento di molti paesi ancora alti, le economie avanzate sono tornate lentamente ai livelli pre-crisi mentre significativi sono i segnali di deflazione soprattutto nell'Eurozona. Con l'indirizzo generale della politica di bilancio orientata al rigore e al pareggio di bilancio, i governi nazionali si sono affidati alle banche centrali e alla politica monetaria per risollevarsi dalla crisi.

La politica monetaria convenzionale attuata maggiormente fino agli anni novanta consisteva nel definire un tasso di crescita dello stock nominale di moneta e variarlo nel breve periodo per ottenere gli effetti desiderati. Negli ultimi anni invece, le banche hanno adottato un metodo differente che consisteva nel definire un tasso di inflazione obiettivo e agire nel breve periodo tramite variazioni del tasso di interesse nominale. Tuttavia queste politiche monetarie tradizionali richiedevano come presupposto che fosse possibile diminuire il tasso di interesse nominale. Esiste una condizione, simile a quella attuale, per la quale il tasso di interesse nominale è prossimo allo zero e le Banche centrali sono incapaci di applicare ulteriori riduzioni nei tassi di interesse a breve scadenza per fornire uno stimolo addizionale all'economia e tenere sotto controllo l'inflazione indesiderata; tale condizione, indicata come "trappola della liquidità", ha reso evidente i limiti degli strumenti di politica monetaria.

⁵ Dichiarazione del Presidente della BCE Mario Draghi durante la *Global Investment Conference* di Londra il 25.07.2012 "Ho un messaggio chiaro da darvi: nell'ambito del nostro mandato la Bce è pronta a fare tutto il necessario a preservare l'euro. E credetemi: sarà abbastanza".

Keynes utilizzava la curva di preferenza per la liquidità proprio per dimostrare l'inefficacia della politica monetaria nelle situazioni in cui il mercato si dimostra poco reattivo alle variazioni del tasso d'interesse. In questo caso l'economia esprime una capacità produttiva lontana da quella potenziale nonostante un costo del denaro talmente basso da stimolare, almeno in teoria, più consumi e più investimenti. In breve ci si trova in una situazione in cui i tassi sono troppo bassi, gli investimenti, i consumi e i redditi in calo e una ulteriore frenata per un'economia già debole è prevedibile. Una situazione di "trappola della liquidità" è essenzialmente un contesto di blocco della domanda aggregata.

Il risultato è stato il ricorso a strumenti di politica monetaria non convenzionali che le consentono di immettere liquidità nell'economia reale senza agire sul tasso di interesse ma sfruttando il proprio bilancio, cambiandone la composizione e il valore. In generale, volendo sintetizzare numerosi rappresentazioni sintetiche degli strumenti di allentamento quantitativo (Borio C., Disyatat P., 2009; Cova P., Ferrero G., 2015,) le politiche monetarie non convenzionali possono consistere in:

- Riduzione tasso interbancario (in Europa il tasso EURIBOR, acronimo di *EURO Inter Bank Offered Rate*, cioè tasso interbancario di offerta in euro), per diminuire i depositi delle banche commerciali, spingendo quest'ultime a concedere credito a famiglie e/o imprese o ad effettuare investimenti;
- Acquisto di titoli tossici (junk bonds) dalle banche commerciali per evitare un loro fallimento con conseguenze negative per gli investitori, i correntisti e tutto il sistema bancario;
- Acquisto di titoli di stato nel mercato secondario per immettere nuova liquidità nell'economia;
- Aumento di fiducia nei mercati, attraverso la *forward guidance*, cioè l'annuncio credibile da parte delle istituzioni di voler attuare politiche monetarie ed economiche, volte a risolvere la situazione di crisi.

La Federal Reserve ha portato avanti tre programmi di allentamento quantitativo fra il 2008 e il 2014, per un totale cumulato di 4.200 miliardi di dollari. La Banca d'Inghilterra ha comprato attività per 375 miliardi di sterline nel quadro del programma di acquisto di titoli fra il marzo 2009 e il luglio 2012. La Banca Centrale Europea è stata più lenta a mettersi in moto, ma ha destinato all'allentamento quantitativo un minimo di 1.000 miliardi di euro e si è impegnata a spendere 60 miliardi di euro al mese dal gennaio 2015 a marzo 2017⁶. Malgrado qualche piccola differenza sulle motivazioni addotte per lanciare questi programmi e sulla natura e durata del meccanismo di funzionamento e di trasmissione, in generale l'obiettivo condiviso era quello che un allentamento quantitativo avrebbe promosso la spesa e sostenuto la ripresa economica. Tra gli oppositori si segnalano coloro che, partendo da una visione ortodossa, della moneta, ammoniscono che "stampando moneta" per acquistare titoli detenuti da private le banche centrali finiranno per accrescere il rischio di inflazione.

⁶ Per la Federal Reserve, *The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability*, sul sito: http://federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm; per la Banca d'Inghilterra, *Quantitative easing and Bank lending – frequently asked questions* sul sito: http://bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/qe_faqs.aspx; per la BCE, *Asset Purchase Programmes* sul sito: <http://ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>.

L'allentamento quantitativo “funziona” in modo non dissimile da uno strumento convenzionale come i tassi di interesse, usati in politica monetaria per orientare la spesa e l'indebitamento delle famiglie e delle imprese. In un programma di allentamento quantitativo la Banca Centrale si impegna ad acquistare per un ampio orizzonte temporale grandi quantità di titoli pubblici e privati con scadenze medio-lunghe. Di conseguenza, per gli istituti di credito controparti in queste operazioni l'effetto immediato è una sostituzione di attività finanziarie, meno liquide e con un contenuto rischio di credito, con riserve di Banca Centrale, attività molto liquide e *risk free*. Diversamente per la Banca centrale l'allentamento quantitativo determina un'espansione del proprio bilancio, dal lato dell'attivo con un aumento dei titoli detenuti, e dal lato del passivo con un aumento delle riserve.

In particolare gli effetti diretti sono principalmente tre. Attraverso l'annuncio di un programma di acquisti di asset su larga scala, le Banche centrali forniscono delle informazioni agli agenti economici circa il probabile percorso delle politiche monetarie attraverso il cosiddetto *signalling channel*. L'acquisto di una grande quantità di attività a lungo termine attraverso l'allentamento quantitativo serve come impegno credibile da parte delle Banche centrali a mantenere bassi il tasso di interesse e l'inflazione, per cui più il programma risulta credibile e incisivo agli operatori economici più essi saranno propensi a muovere le loro aspettative in linea con quanto dichiarato dalla Banca centrale. Inoltre il *signalling channel* dovrebbe poi andare ad influenzare tutti i tassi di interesse del mercato obbligazionario con effetti a seconda delle scadenze. Le aspettative di conseguenza influenzano le scelte di investimento degli operatori e delle imprese e, apprezzando meglio gli scenari economici futuri, questi possono agire con più fiducia (*confidence channel*).

Un secondo effetto diretto è l'abbassamento dei tassi di interesse a breve termine presenti nel mercato monetario a causa di un aumento della liquidità immessa nel mercato (*excess liquidity channel*). In un regime di “corridoio”⁷ dei tassi ufficiali come quello della BCE, i tassi di interesse del mercato monetario oscillano tra un livello massimo definito dal tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale da parte della Banca centrale e un livello minimo quale il tasso sui depositi delle riserve in eccesso di nuovo presso la Banca centrale.

In condizioni normali, nelle quali non vi è né eccesso né deficit di liquidità, i tassi del mercato monetario tendono verso il tasso di rifinanziamento principale. In caso di eccesso di liquidità come in un contesto di allentamento quantitativo, i tassi del mercato monetario tendono ad abbassarsi verso il limite inferiore. Il risultato finale dipenderà dalla situazione preesistente e dal contesto di riferimento poiché se nel mercato vi è già presente liquidità in eccesso e i tassi sono molto vicini allo zero *lower bound*, questo effetto potrebbe risultare molto più contenuto.

Il terzo effetto diretto è un aumento del valore delle attività finanziarie acquistati dalla Banca centrale. Poiché alcuni investitori hanno una preferenza per le attività a medio-lungo termine, poco rischiose ed emesse nel paese in cui risiedono, una riduzione della quantità disponibile sul mercato di attività finanziarie con queste caratteristiche fa diminuire il rendimento che gli investitori sono disposti ad ottenere per tali attività (*scarcity channel*).

⁷ In un sistema a “corridoio”, la Banca centrale fissa tre tassi di interesse: il tasso di interesse a cui le banche possono rifinanziarsi presso la Banca centrale nelle operazioni di mercato aperto (nel caso dell'Eurosistema il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, ORP); il tasso di interesse che le banche ottengono sulla liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria (tasso di interesse sui depositi overnight); e il tasso di interesse a cui le banche possono chiedere liquidità overnight direttamente alla Banca centrale (nel caso dell'Eurosistema, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale).

Gli effetti diretti degli acquisti da parte della Banca centrale generano una serie di effetti indiretti che coinvolgono sia le variabili finanziarie che quelle reali, la cui intensità dipende molto da diversi fattori contingenti quali le caratteristiche strutturali dell'economia. Tra questi si segnala come l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie acquistate dalle Banche centrali può influenzare il valore di un'ampia gamma di strumenti finanziari (*portfolio rebalancing channel*). L'aumento dei prezzi e il calo dei rendimenti delle attività possono rendere più facile per molte imprese la raccolta dei fondi, facilitando le condizioni del credito. Essi generano un aumento dei guadagni in conto capitale per le famiglie e le imprese, che sono i proprietari finali delle attività di rischio, aumentando la loro ricchezza. Se questi consumano parte di quest'aumento di ricchezza dovuto a questo meccanismo di bilanciamento del portafoglio (*portfolio rebalancing channel*) la domanda aggregata gli investimenti e il PIL potrebbero subire un miglioramento. Un altro effetto indiretto molto importante riguarda l'attività creditizia delle banche. Poiché il tasso applicato dalle banche sui prestiti a tasso fisso e variabile dipende rispettivamente dai tassi a lungo e a breve termine, una riduzione di entrambi ad opera dell'allentamento quantitativo comporta un minore costo del credito per imprese e famiglie (*interest rate channel*).

D'altra parte, la liquidità fornita dalla Banca centrale alle banche commerciali in cambio dei titoli potrebbe essere reinvestita in maggiori prestiti alla clientela (*bank lending channel*). Inoltre, il miglioramento della redditività delle banche, derivante dalla plusvalenza sui titoli pubblici e privati acquistati dall'autorità monetaria, potrebbe rafforzare il grado di patrimonializzazione e di liquidità degli intermediari e favorire una riduzione del loro costo di finanziamento, migliorando le condizioni di offerta del credito bancario sia in termini di prezzo che di quantità. L'efficacia di questo canale trasmissivo dipende dalla domanda di credito dei privati, che in una situazione economica recessiva potrebbe diminuire, e dal fatto che in una situazione di crisi la rischiosità dei prestiti aumenta e le banche potrebbero avere necessità di risanare i bilanci o accantonare maggiori somme. Tutto ciò porta questo canale a risultare inefficace specie se le banche sentono la necessità di incrementare le loro attività liquide (sotto forma di riserve di Banca centrale) per tutelarsi contro una possibile corsa agli sportelli. In caso contrario un aumento della ricchezza netta del settore privato descritta precedentemente riduce il livello di rischiosità dei prenditori e potrebbe aumentare l'erogazione del credito da parte delle banche (*balance sheet channel*). Un ultimo effetto indiretto sulle variabili finanziarie è quello della riduzione della spesa per il servizio del debito da parte dei governi grazie alla riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato (*government budget constraint channel*).

Riassumendo, l'impatto dell'allentamento quantitativo sulla domanda aggregata, e dunque sull'economia reale, dipende in gran parte dalla capacità del calo del tasso di interesse di stimolare maggiore spesa. In pratica, dal momento che i tassi *overnight* sono vicino alla zero e i tassi a lungo termine sono molto bassi, l'effetto riduzione dei tassi dell'allentamento quantitative è probabile che sia molto limitato. Si tratterà piuttosto più della riuscita del cosiddetto *signalling channel* e di un effetto leva sul settore private che di un vero effetto di trasmissione della politica monetaria non convenzionale sull'economia reale. Tuttavia provocare un indebitamento crescente del settore private non è certo una linea d'azione auspicabile in economie che soffrono e hanno sofferto di un accumulo di debito. Un modo in cui l'allentamento quantitativo può creare reddito per il settore private è dato, come già accennato, dall'aumento dei prezzi delle attività finanziarie acquistate dalla banca centrale con un aumento del patrimonio del settore private che, grazie alle plusvalenze, avrebbe un "effetto ricchezza" e creerebbe reddito.

È il caso di osservare che se l'obiettivo dell'allentamento quantitativo è potenziare la crescita della domanda aggregata, il suo impatto può non essere del tutto positivo o comunque potrebbe esserlo in maniera ridotta se non adeguatamente accompagnato da altre politiche economiche, di bilancio e fiscali. Tassi troppo bassi per lunghi periodi possono effettivamente imprimere una spinta a quelle tipologie di spese sensibili agli interessi, ma allo stesso tempo ridurre il reddito da interessi del settore privato (ad esempio i percettori di interessi sui titoli di stato) e dunque i consumi (Mosler, B.W., 2012). Infine dall'esperienza statunitense e inglese è emerso come l'allentamento quantitativo provoca un potenziale aumento delle disuguaglianze all'interno della popolazione in termini di ricchezza. Infatti, se è vero che la maggior parte delle attività finanziarie è detenuta dagli individui appartenenti alla porzione più ricca della popolazione, un aumento del loro valore avvantaggia tale porzione non estendendo i benefici a chi ha diversamente un patrimonio costituito soprattutto da attività reali come gli immobili o dipende da un reddito da lavoro⁸.

In definitiva, l'allentamento quantitativo soffre dello stesso problema della politica monetaria convenzionale: se non adeguatamente accompagnato da altre politiche macroeconomiche, fiscali e di bilancio, raggiunge con difficoltà il suo obiettivo di stimolare la domanda aggregata.

4. La crescita trainata dagli investimenti

Nonostante la ripresa economica ha ormai consolidato la sua presenza, specie in alcuni paesi occidentali, è evidente come l'Eurozona soffra di una crescita comunque troppo bassa e di una disoccupazione troppo alta. L'aver riportato sotto controllo la situazione economica a seguito delle turbolenze finanziarie da parte della BCE non ha tuttavia risolto il problema della crescita e di contrasto alla stagnazione economica.

Alla radice della stagnazione europea c'è una carenza di investimenti. Solo con il traino di questi ultimi si potrà realizzare una ripresa sostenuta e sostenibile (Griffith-Jones S., Cozzi G., 2017). Un'altra tendenza significativa e inquietante è la deindustrializzazione, che ha avuto un'accelerazione durante la crisi. Solo nel 2013, la percentuale dell'industria nella composizione del Pil è calata di un punto percentuale a livello dell'UE in generale passando dal 15 al 14%. Per invertire questa pericolosa tendenza e per favorire la crescita della produttività sono necessari massicci investimenti. Gli investimenti sono, quindi, necessari per fare fronte alla carenza di domanda aggregata e alla disoccupazione nel breve periodo, ma anche per introdurre innovazioni e rendere competitiva l'intera economia europea.

Investimenti più alti accelerano la ripresa di breve periodo potenziando la domanda aggregata e incrementando la produzione futura favorendo nonchè la trasformazione strutturale delle economie regionali. *“Ciò di cui l'Europa ha assoluto bisogno, per evitare il pericolo di un declino e per tornare a crescere, di un piano di investimenti sistemici in aree fondamentali per il rinvigorismento e la competitività del sistema. Occorre, in sostanza, un programma di interventi pubblici, coordinate a livello europeo, in settori chiave: ricerca e sviluppo, istruzione e formazione, capitale umano, energia e logistica, digitale e tecnologie verdi”* (Castonovo V., 2014). Invece in Europa, e in particolare nella zona euro, il livello già basso degli investimenti privati è calato ulteriormente dall'inizio della crisi finanziaria. Calo particolarmente accentuato per quanto riguarda il rapporto investimenti e Pil nel Sud dell'Europa (dati Eurostat, 2015). I paesi che stanno cercando di

⁸ Banca d'Inghilterra, *The Distributional effect of Asset Purchases*, 2012, sul sito: <http://bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2012/nr073.pdf>

rilanciare la crescita e i paesi dell'area "convergenza", con un Pil inferiore del 75 per cento rispetto alla media UE, dovrebbero rafforzare le attività di investimento per colmare il divario. Le strategie che hanno provato ad aggirare tale problema di fondo, puntando a rilanciare la domanda attraverso un incremento dell'indebitamento private destinato al consumo o ad accrescere i margini di profitto delle imprese operando in maniera indiscriminate sul costo del lavoro, sono destinate a fallire nel medio periodo.

Una delle giustificazioni a favore delle politiche di rigore di bilancio è la visione economica ortodossa che afferma che gli investimenti pubblici non producono alcun rafforzamento della domanda perchè finiscono per "spiazzare" gli investimenti privati con un ulteriore incremento del debito pubblico e di conseguenza un aumento dei tassi di interesse. Questa tesi, basata sugli studi di Robert Barro (1974). Prendendo spunto da esperienze come quelle di Giavazzi e Pagano (1990) in paesi come Irlanda e Danimarca si è indicato come la riduzione della spesa pubblica abbia un impatto positive sulla fiducia degli investitori e che quindi la riduzione degli investimenti pubblici "liberi" gli investimenti privati.

È evidente che il contesto storico ed economico degli anni Ottanta era totalmente differente da quello attuale. Oggi, con gli investimenti privati a livelli così bassi nonostante tassi di interesse decisamente convenienti, la tesi dello spiazzamento risulta particolarmente fragile. In una situazione di forte sottoutilizzazione delle risorse nell'economia europea, non esiste alcun limite nella disponibilità di capitale fisico ed umano che possa comprimere gli investimenti privati. Al contrario, come sostiene Stiglitz (2015), è più probabile che gli investimenti pubblici, come infrastrutture e logistica, reti e telecomunicazioni, possano favorire e attirare nuovi investimenti privati prima dormienti. Inoltre si può immaginare che la spinta al Pil prodotta dagli investimenti potrà compensare l'incremento del costo dell'indebitamento per lo Stato riducendo il rapporto debito/Pil (Stiglitz, 2015). Un rapporto del Fondo Monetario Internazionale fornisce un supporto empirico a tale tesi (Abiad A., Furceri D., Topalova P, 2015). Lo studio sottolinea come gli investimenti pubblici fanno aumentare il Pil sia nel breve che nel lungo periodo, attirano gli investimenti private e riducono la disoccupazione. Una strategia europea di investimenti pubblici rappresenta quindi lo strumento indispensabile per attirare investimenti privati, incoraggiare la crescita e incrementare la domanda aggregata. Certamente tale strategia dovrebbe essere rapidamente attuabile, di dimensioni sufficienti a produrre effetti economici e in grado di garantire un effetto leva.

Il "Piano di Investimenti per l'Europa" o "Piano Juncker", proposto dalla Commissione europea nel novembre 2014, ispirandosi alle analisi appena citate, è un'iniziativa per incrementare il volume di investimenti nell'UE e stimolare la crescita economica e l'occupazione a lungo termine. L'idea nasce in seguito all'invito da parte del Consiglio europeo ad affrontare il problema dei bassi livelli di investimento nell'UE, imputabili alla crisi economica. Il piano di investimenti per l'Europa si pone al centro della strategia della Commissione UE di rilanciare la crescita poiché mira a mobilitare almeno 315 miliardi di EUR di investimenti pubblici e privati fino al 2018 e i suoi obiettivi sono: incentivare gli investimenti; aumentare la competitività; sostenere la crescita economica a lungo termine nell'UE. Nel 2015 è stato istituito il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), gestito dalla Banca europea per gli investimenti (BEI), che utilizza fondi pubblici per mobilitare ulteriori investimenti privati e fornisce la protezione del credito ai finanziamenti concessi dalla BEI e dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI). Il Fondo, che investe in diversi settori quali infrastrutture, energia, ricerca e innovazione, banda larga e istruzione ma che si

impegna anche nel sostegno alle PMI, si assume parte del rischio sostenuto dalla BEI, che sarà così in grado di investire in progetti più rischiosi. La partecipazione della BEI dovrebbe attirare investimenti privati verso tali progetti. Il Fondo, dotato in realtà soltanto di 21 miliardi di euro, dovrebbe raggiungere un effetto moltiplicatore notevole, e generare fino ai già citati 315 miliardi di euro di investimenti totali. Lo scorso dicembre il Consiglio ha proposto una proroga del Fondo fino al 2020, un aumento dell'obiettivo di investimento, un aumento della garanzia di bilancio, un aumento del contributo della Banca europea per gli investimenti, un ampliamento dei settori di pertinenza, un aumento del numero dei paesi ammissibili, un miglioramento delle disposizioni sulla trasparenza.

Per quanto concerne il secondo pilastro, ovvero per assicurarsi che il finanziamento degli investimenti raggiunga l'economia reale, sono stati istituiti il portale dei progetti di investimento europei, che si occupa di aiutare i potenziali investitori a trovare informazioni relative a ciascun progetto e alle opportunità di investimento, e un polo europeo di consulenza sugli investimenti, che fornisce assistenza tecnica e sostegno. Per migliorare il contesto degli investimenti, perseguendo gli obiettivi del terzo pilastro, la strategia del Piano di investimenti per l'Europa prevede il miglioramento del contesto imprenditoriale e l'agevolazione dell'accesso ai finanziamenti, in particolare per le PMI attraverso: l'eliminazione degli ostacoli agli investimenti, la creazione di una regolamentazione più semplice, più efficace e più prevedibile nell'UE, la creazione un'unione dei mercati dei capitali volta a ridurre la frammentazione dei mercati finanziari e incrementare l'offerta di capitali per le imprese e i progetti d'investimento.

Il Piano di investimenti ha prodotto qualche risultato. Al 2016 si prevede che i progetti e gli accordi per cui finora è stato approvato il finanziamento del FEIS mobilitino investimenti per un totale di oltre 168 miliardi di euro in 28 Stati membri a sostegno di più di 387.000 PMI. Tuttavia 315 miliardi in tre anni rappresentano una spinta agli investimenti pari più o meno allo 0,75 per cento annuo del Pil dell'Unione Europea, molto meno di quello che sarebbe necessario per avviare una crescita adeguata e significativa. Solo a titolo di confronto gli Stati Uniti hanno varato un pacchetto di misure di stimolo nel periodo 2009-2010 pari al 2,8 per cento del Pil l'anno in un arco di due anni (IMF, 2015). In Europa servirebbe qualcosa di proporzioni analoghe. Il Piano Juncker, pur nelle più ottimistiche previsioni, non ha le dimensioni sufficienti per fornire uno stimolo rilevante e sostenibile all'economia europea. E purtroppo, l'Unione Europea non ha ancora un bilancio federale proprio di proporzioni tali da poter incidere sulle variabili macroeconomiche. Senza un corposo bilancio federale europeo e un'autorità sovranazionale in grado di governarlo è difficile poter immaginare un rilancio della domanda aggregata.

5. Il dibattito sulle politiche europee di coordinamento

La crisi economica e finanziaria del 2007-2008, se all'inizio è stata affrontata da tutti i paesi occidentali con medesimi strumenti e politiche macroeconomiche simili (stimoli fiscali e di bilancio e politiche monetarie convenzionali o di allentamento quantitativo) nel corso degli anni l'Eurozona ha modificato il suo orientamento sperimentando gli effetti nefasti di un approccio tradizionale e ortodosso che ha seriamente limitato la capacità dei paesi di gestire adeguatamente le possibilità di recupero e di ripresa. La questione in Europa si è concentrata sul debito e sul deficit di bilancio e quindi sulla necessità di un consolidamento fiscale. La contemporanea entrata in azione degli stabilizzatori automatici in Europa e il salvataggio di numerose banche commerciali nella gran parte

degli Stati membri ha elevato il livello di indebitamento pubblico (Boinati A., 2017). In Panico e Purificato (2013) si afferma che la letteratura riconosce la necessità di una riforma istituzioni al fine di promuovere e migliorare la crescita. Gli autori mostrano come gran parte della letteratura attribuisca la crisi al mancato coinvolgimento dei Governi nelle politiche fiscali ma la semplice osservanza dei dettami Europei. I due autori, infine, sottolineano come le imperfezioni delle istituzioni dell'area Europea abbiano rappresentato una delle principali cause della crisi del debito pubblico. In particolare, i due autori si riferiscono ad un *moral hazard problem*, ovvero ad un problema di incertezza dovuto al fallimento delle istituzioni nell'evitare gli abusi e i dictat di politiche di austerità. Malgrado gli stimoli fiscali e di bilancio sono stati in Europa tutto sommato modesti e più affidati a stabilizzatori automatici che a vere e proprie politiche espansive di bilancio (il Piano Juncker del 2015 è stata una risposta tardiva e inadeguata) e in mancanza di un "prestatore di ultima istanza" come qualsiasi altra banca centrale (ad eccezione della BCE), la convinzione generale è stata quella della necessità di un consolidamento fiscale e di politiche di austerità (taglio alle spese sociali e aumento delle tasse). A differenza di quello che sosteneva John Maynard Keynes (1936) "la fase di espansione, non quella di recessione, è il momento giusto per l'austerità di bilancio" indicazioni opposte di economisti e ricercatori hanno prevalso sugli orientamenti di politica economica all'interno dell'Eurozona determinando un cambio di politica. Inevitabile il riferimento all'influente lavoro, reso pubblico nel 2010, di due economisti di Harvard: Carmen Reinhart e Ken Rogoff sul "rigore fiscale" secondo cui, attraverso un'analisi empirica, era stata identificata una relazione tra il livello del rapporto debito/Pil e la crescita economica relativamente a 20 economie avanzate per il periodo 1946-2009 nella quale all'aumentare del debito la crescita si riduceva fino a divenire negativa con un rapporto oltre il 90%. "Questo suggerisce che le questioni tradizionali relative al controllo del debito dovrebbero essere in testa alle preoccupazioni politiche". In queste circostanze le istituzioni europee, invece di reagire alla crisi finanziaria consentendo al settore pubblico di accrescere il suo disavanzo fino al consolidamento della ripresa, si sono impegnate, secondo questi orientamenti prevalenti e tradizionali, a rafforzare le politiche di consolidamento dei conti pubblici degli Stati membri lasciando alla politica monetaria "non-convenzionale" e alla BCE l'onere di "risolvere" la questione della ripresa e del recupero. Il cosiddetto *fiscal compact* (Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance*) includeva l'impegno a perseguire il pareggio di bilancio e al tempo stesso sottopone i governi a una vigilanza più stringente da parte delle istituzioni comunitarie. Ma i saldi del settore pubblico nazionale sono fortemente intrecciate con quelle del settore privato e del settore "estero": se un settore è in disavanzo, uno degli altri deve essere in attivo (Kelton S., 2017). Quindi i saldi pubblici possono muoversi verso il surplus o quantomeno il pareggio solo se si aumenta il deficit del settore privato (o si aumenta il surplus commerciale). Se tutti gli Stati sono costretti a ridurre le spese e/o aumentare le tasse simultaneamente, indipendentemente dallo stato della loro economia, l'economia dell'Eurozona scivola verso la deflazione. Implementare misure di austerità in economie ancora deboli quando il settore privato non vuole o non è in grado di ridurre il risparmio netto danneggia inevitabilmente la crescita economica (Wray L.R., Nersisyan Y., 2017). Chiaramente, gli sforzi per ridurre il disavanzo pubblico sono stati non solo difficili sul piano politico e sociale, ma controproducenti per alcuni Stati (vedi la Grecia o l'Italia), e il disavanzo invece che ridursi è aumentato.

Una aggravante a tali scelte consiste nel fatto che i governi della zona euro non potendo fare affidamento sull'aiuto finanziario di altri paesi dell'Unione o delle istituzioni comunitarie devono fare affidamento al sistema finanziario e di mercato con costi ancora più elevati. A differenza, per esempio, degli Stati Uniti, dove gli introiti del governo federale vengono trasferiti automaticamente a quelli degli Stati che subiscono un allentamento della crescita e un aumento della disoccupazione, l'Unione Europea non ha un bilancio federale che redistribuisca automaticamente il reddito dalle regioni più ricche quelle più povere. Tale mancanza ha trovato riscontro nelle tensioni politiche che hanno contraddistinto il negoziato dei vari pacchetti di salvataggio per la Grecia. Il Bilancio dell'Unione Europea è appena l'1 per cento circa del Pil dell'Unione e dev'essere sempre in pareggio.

Inoltre, visto che i paesi dell'Eurozona non posseggono una propria moneta non possono emettere una quantità indefinita di titoli di Stato per finanziare disavanzi di bilancio consistenti. Sono costretti a rivolgersi al mercato. Via via che l'indebitamento cresce anche i premi di rischio richiesti dal mercato sui titoli pubblici aumentano con un aggravarsi del disavanzo trasformando la crisi del debito in una crisi di solvibilità a più ampio raggio. I mercati hanno finito per imporre una politica di bilancio pro-ciclica, durante una recessione, aggravando le influenze recessive (Forster, 1999). Il problema, in questo caso, nasce direttamente dalla visione ortodossa della moneta su cui si fonda l'euro. Qualsiasi Stato sovrano che emette moneta, qualora i mercati finanziari non acquistano titoli di Stato, può fare affidamento alla propria banca centrale come "prestatore di ultima istanza". Ma anche in questo caso la possibilità di lasciare alla banca centrale l'onere di un acquisto indefinito di titoli intacca la disciplina di bilancio e conduce all'inflazione. Nel caso dell'Eurozona, non consentendo alla BCE di acquistare titoli degli Stati membri e non possedendo un bilancio federale, l'Unione Europea ha finito per costringere gli Stati a cercare fondi sui mercati finanziari, a tassi di interesse di mercato. Se un governo si indebita troppo per ridurre il costo del servizio del debito deve ridimensionare il proprio disavanzo e imporre una rigida disciplina di bilancio, altrimenti nessuno avrà "fiducia" e si assumerà il rischio di acquistare i propri titoli di Stato. Se la BCE avesse cominciato tempestivamente a comprare titoli di Stato dei paesi in deficit sul mercato secondario (non potendo direttamente) avrebbe attenuato i timori dei mercati del rischio di insolvenza. Solo dal 2012, attraverso i numerosi strumenti di allentamento quantitativo, a cominciare dal programma *outright monetary transactions* fino al programma ampliato di acquisti di attività del 2015, la BCE ha, di fatto, svolto una funzione di fornitore di "ultima istanza".

Tutto ciò è stato il risultato di una costruzione economica e monetaria a livello europeo incompleta e frutto di un approccio ortodosso e tradizionale. Le difficoltà dei singoli governi dell'Eurozona sono il risultato diretto della visione ortodossa della moneta su cui è stato costruito l'euro (Papadimitriou D., Wray L.R., 2012). La zona euro è stata concepita in modo da impedire ai governi di accumulare grossi disavanzi di bilancio e creare moneta attraverso l'attività di "prestatore di ultima istanza" della banca centrale. In pratica è stata costruito un soggetto economico sovranazionale di chiara ispirazione federale, quale la moneta unita, senza poi mettere a disposizione degli Stati e delle istituzioni comunitarie gli strumenti necessari al suo funzionamento soprattutto in tempo di crisi.

Senza la possibilità di avere una banca centrale quale prestatore di ultima istanza e senza un bilancio federale in grado di bilanciare gli shock asimmetrici che si verificano durante le situazioni di recessione, le economie più deboli si sono trovate nell'impossibilità di gestire qualsiasi politiche economica in grado di contrastare la crisi e la recessione. La decisione della BCE di andare "contro

le regole” (decisione impugnata dalla Corte costituzionale tedesca) e di acquistare quantità illimitate di titoli di Stato in caso di necessità ha dato all’Eurozona una possibilità di salvataggio dall’autodistruzione.

Oggi ci troviamo nella condizione in cui, nell’Eurozona, si è lasciata alla politica monetaria non-convenzionale il compito del consolidamento della ripresa attraverso un ampliamento dell’indebitamento del sistema bancario e finanziario, con il rischio di nuove bolle speculative future, e al contrario si continua ad applicare una rigida disciplina di bilancio alla politica fiscale ridimensionando la spesa pubblica e in particolare il welfare con l’ampliarsi delle disuguaglianze sociali, territoriali ed economiche.

In definitiva, nonostante la politica QE, il JP e tutte le politiche nazionali, emerge l’assenza di coordinamento e integrazione tra le politiche monetarie e fiscali. Questa mancanza di coordinamento e integrazione non è una novità nel quadro della politica europea. Ma la sua assenza non è mai stata così critica. Nello scenario europeo, l’adozione di politiche di austerità ha deteriorato la situazione economica di molti paesi dell’UE, deprimendo la domanda aggregata e lanciando un circolo vizioso di austerità-depressione-deficit-austerità. Ciò implica la necessità di riesaminare i principali paradigmi economici, di trovare nuovi strumenti e di concentrare gli sforzi soprattutto sul fronte della domanda aggregata e sul coordinamento tra le politiche fiscali e monetarie.

Se si vogliono ripristinare condizioni di crescita di lungo periodo è necessaria una maggiore consapevolezza dell’importanza del ruolo della politica di bilancio a livello comunitario nel rilancio della domanda e della necessità di avviare un processo di integrazione e coordinamento delle politiche fiscali e monetarie superando l’attuale condizione caratterizzata da una sovranità sovranazionale della politica monetaria e da sovranità nazionali delle politiche fiscali.

6. Conclusioni

Prima della crisi economica i responsabili delle politiche macroeconomiche credevano che il mondo che si prospettava era un mondo destinato a vivere in condizioni di bassa inflazione, di stabilità finanziaria e di crescita sempre più diffusa grazie all’apertura dei commerci e della globalizzazione. Ma tale convinzione è stata totalmente eliminata dalla crisi finanziaria globale del 2007 che ha messo in discussione l’intero paradigma economico tradizionale che ha contraddistinto gli ultimi trent’anni di dibattito e di ricerca.

All’interno del mondo accademico la “teoria economia ortodossa” ha poggiato in misura considerevole la sua concezione sul fatto che il capitalismo sia un sistema economico caratterizzato da mercati competitivi e che se esistono dei “fallimenti di mercato” questi giustificano un intervento pubblico temporaneo e specifico in grado di “correggere” i fallimenti promuovendo la concorrenza e ripristinando le situazioni di partenza. In questa logica anche lo Stato spesso fallisce intervenendo in maniera sproporzionata, intempestiva e spesso non disinteressata. Gli interventi pubblici quindi devono essere limitati e oggi più che mai ridimensionati. Tale modello offre un impianto razionale che coniuga, quindi, in maniera efficace la teoria e le sue politiche economiche.

La crisi economica degli ultimi dieci anni ha scalfito questo impianto teorico riaprendo il dibattito sull’appropriatezza dell’analisi teorica e soprattutto sulle politiche economiche da adottare per ripristinare condizioni di crescita e anche di sostenibilità sociale ed ambientale. Ancor di più tale dibattito sembra avere aperto nuovi scenari soprattutto a livello europeo dove l’introduzione della

moneta unica e la sua incompleta costruzione hanno ampliato l'ambito della discussione. In questo senso è necessario ripensare la teoria economica attraverso un nuovo approccio, recuperando, a nostro modo di vedere, alcuni grandi economisti del secolo scorso, come Joseph Schumpeter e John Maynard Keynes e nuove scuole di pensiero in grado di fornirci una descrizione più ricca dei mercati, del ruolo degli investimenti, sia pubblici che privati, nello sviluppo economico e ancora del ruolo del settore pubblico quale creatore di una ricchezza collettiva per contribuire al miglioramento delle performance del sistema capitalistico facendo tesoro degli insegnamenti della recente crisi economica e finanziaria.

Tali considerazioni sono oggi ancor più stringenti in ambito europeo dove la crisi sembra avere colpito in modo più complicato e prolungato, almeno per alcuni paesi dell'Unione Europea. Se da un lato nell'Unione Europea, un agire incerto da parte dei principali attori nelle politiche macroeconomiche, ha rappresentato uno dei principali ostacoli e fonte di problemi per rilanciare la crescita e l'uscita da una ormai lunga stagnazione, dall'altro un ripensamento della stessa impalcatura sulla quale si fonda l'Eurosistema si rende ormai necessario. A sessant'anni dalla nascita, l'Unione Europea si trova di fronte a un passaggio fondamentale. Oggi, l'Unione Europea è intrappolata in una profonda crisi e il suo futuro appare alquanto incerto. I segnali di preoccupazione sono tanti e sono visibili ovunque: dalla gestione dei migranti, alla Brexit, agli elevati livelli di disoccupazione giovanile, all'indebitamento alla stagnazione, all'ascesa dei movimenti populistici, fino a una reazione di rifiuto nei confronti dell'euro. Tali preoccupazioni emergono anche dalla lettera del presidente del consiglio europeo Donald Tusk ai 27 leader politici nazionali, e dal discorso di Mario Draghi in Slovenia sull'euro. I due documenti impressionano per il senso di urgenza e per l'ampia agenda politica che propongono.

L'attuale sistema europeo se da un lato sembra aver portato a un eccesso di regolamentazione europea su alcune politiche, dall'altro sembra caratterizzarsi per un'assenza di principi europei su temi che i cittadini percepiscono come fondamentali: sicurezza interna, difesa, immigrazione. Di conseguenza, ciò che emerge è un crescente senso di incertezza e insicurezza. Il senso di insicurezza tra i cittadini europei, e non solo, ha in parte radici comuni in tutte le democrazie occidentali: i timori riguardo all'immigrazione, alla globalizzazione, al terrorismo e al cambiamento sociale. Ma, in particolare, in Europa incidono fattori come la minore fiducia nell'Unione Europea come fondamento della sicurezza economica.

Così, l'Unione Europea si trova a un bivio: o continuare a seguire i fermi e rigidi dettami che trovano fondamento nelle teorie economiche ortodosse e del mercato o, sposare l'idea di politiche macroeconomiche monetarie e fiscali di livello continentale e coordinate tra loro con l'obiettivo di una crescita sostenibile e con una particolare attenzione al sociale. La fotografia che ci si presenta nel guardare l'area Euro non è affatto incoraggiante. La mancanza di coordinamento e l'agire in modo non-cooperativo da parte degli Stati membri nell'adozione di politiche macroeconomiche ha reso vana ogni idea di cooperazione e coordinamento tra gli Stati membri. Le divergenze oltre che sulle politiche macroeconomiche sono anche sulle politiche sociali. Gli anni dopo la crisi sono stati un succedersi di accuse e proclami da parte degli Stati membri che hanno fortemente scalfito l'idea di Unione Europea che sta alla base dell'idea stessa di Europa. Tali atteggiamenti hanno inasprito i rapporti tra gli Stati che hanno adottato politiche fiscali autonome creando incertezze che hanno a loro volta favorito attacchi speculativi.

Dalle pagine precedenti emerge come il “divorzio” avvenuto nell’Euro zona tra le istituzioni di bilancio e le autorità monetarie è stato una delle principali cause della *mala gestio* della crisi. La politica di bilancio è rimasta di competenza degli Stati nazionali, privi tuttavia di ampia discrezionalità per l’esistenza di regole sempre più rigide e ispirate all’idea del pareggio di bilancio, mentre l’autorità monetaria è stata trasferita a una istituzione sovranazionale quale la Banca Centrale Europea (BCE) che fino a poco tempo fa era priva di un reale potere di prestatore di ultima istanza, tipico di una qualsiasi banca centrale. In tale situazione gli Stati membri dell’Eurozona non possono più stampare moneta e sono costretti a prendere in prestito denaro dai mercati finanziari privati. Inoltre, alle politiche di bilancio nazionali non si è sostituita un vero e proprio bilancio europeo con una reale capacità di incidere sulle variabili macro-economiche. A causa di questa difettosa e incompleta progettazione europea i paesi dell’Eurozona, soprattutto quelli più deboli e indebitati, hanno ceduto la loro autorità di bilancio ai mercati obbligazionari e si sono visti costretti a adottare programmi di austerità e politiche di rigore. Le conseguenze sono state disastrose soprattutto sul piano sociale e della solidarietà con un’accelerazione della recessione.

La crisi che ci troviamo ad analizzare, quindi, è una crisi di identità politica oltre che una crisi economica e di *governance*. La mancanza di coordinamento, determinato anche dall’incertezza di come agire, ha creato non poche contraddizioni, ad esempio, con la stessa Banca Centrale Europea. “*Non è stato l’euro in quanto moneta ad avere la colpa di tutto questo...non avevamo un sistema comune di vigilanza bancaria per monitorare i flussi finanziari, situazione che in alcuni paesi ha consentito di celare le sempre maggiori perdite di competitività con una crescita non sostenibile trainata dal settore finanziario. E per le politiche economiche e di bilancio avevamo solo un processo decisionale comune debole*” (Draghi M., 2017).

7. Bibliografia

- Abiad A., Furceri D., Topalova P., *The Macroeconomics Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies*, IMF Discussion Paper n. WP15/95;
- Barro A., *Are government bonds net wealth?*, Journal of Political Economy, LXXXII, 6, 1974, pp. 1095-1117;
- Bernanke B. S. (2004). The Great Moderation, discorso agli incontri della Eastern Economic Association, Washington, 20 febbraio 2004. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>
- Boinati A., (2017), *Sette luoghi comuni sull’economia*, Laterza, Bari;
- Borio C., Disyatat P. (2009), *Un-conventional Monetary Policies: An Appraisal*, Working Paper No. 292, The Bank for International Settlements, Novembre, in www.bis.org;
- Castronovo V., *Un New Deal per l’Europa*, su Il Sole 24 ore, 18 luglio 2014;
- Cova P., Ferrero G., (2015), *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell’Eurosistema*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) 270, Banca d’Italia. D
- Draghi M. (2017). La sicurezza attraverso l’unità: lavorare per l’integrazione al servizio dell’Europa. Intervento di Mario Draghi, Presidente della BCE, in occasione della conferenza organizzata congiuntamente dalla Banca centrale europea e dalla Banca

- Slovenije per celebrare il decimo anniversario dell'introduzione dell'euro, Lubiana, 2 febbraio 2017. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170202.it.html>
- Griffith-Jones S., Cozzi G. (2017), *La crescita trainata dagli investimenti: una soluzione per la crisi dell'Europa*, in "Ripensare il capitalismo" a cura di Mazzucato M, Jacobs M, (2017) Ed. Laterza, Bari;
 - FMI, (2015), *Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures*, nota di aggiornamento delle informazioni contenute nel saggio *The State of Public Finances: Outlook and Medium-term Policies after the 2008 Crisis* (2009);
 - Eurostat, (2015), *Investimenti lordi in capitale fisso non residenziale in Europa*;
 - Forstater M., (1999) *The European Economic and Monetary Union: introduction*, Eastern Economic Journal, XXV, 1, inverno, pp. 31-34;
 - Giavazzi F., Pagano M., *Can severe fiscal contractions be expansionary? Tale of two small European economies*, Nber Macroeconomics Annual, V. 1990, pp. 75-111
 - Kelton S. (2017), *Il fallimento dell'austerità: ripensare la politica di bilancio*, in "Ripensare il capitalismo" a cura di Mazzucato M, Jacobs M, (2017) Ed. Laterza, Bari;
 - Keynes J.M., (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London 1965;
 - Krugman P., (2009), *Deficits saved the World*, "New York Time", 15 luglio 2009; disponibile all'indirizzo: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/07/15/deficits-save-the-world>;
 - Lerner A. P (1943). *Functional finance and the Federal debt*. Social Research: An International Quarterly. Volume 10, N. 1, p. 38-51
 - McGulley Paul, (2010) *Global Central Bank Focus: Facts on the Ground*, Policy Note n.2010/2, Levy Economics Institute Bard College, p. 3
 - Minsky H. P. (2008). *Stabilizing an unstable economy*. McGraw-Hill;
 - Mosler B.W., (2012) *The Fed is starving economy of interest income*, "Cnbc", 24 gennaio 2012, sul sito: <http://www.cnbc.com/id/46115110>;
 - Panico C. & Purificato F. (2013). *Policy coordination, conflicting national interests and the European debt crisis*. *Cambridge Journal of Economics*, Volume 37, Issue 3, 1 May 2013, Pages 585–608, <https://doi.org/10.1093/cje/bet009>
 - Papadimitriou D., Wray L.R., (2012), *Euroland's Original Sin*, Levy Economics Institute Policy Note n. 2012/8;
 - Reinhart C.M., Rogoff K.S., (2010) *Growth in a time of Debts*, American Economic Review. Papers & Proceedings, 100 (2), pp. 573-578;
 - Stiglitz J., (2015), *Stimulating the economy in an era of debt and deficit*, The Economists' Voice, IX, pp. 1-6 marzo 2015;
 - Turner A. (2016), *Between Debt and the evil*, Princeton University Press, Princeton New Jersey;
 - Yellen L.J., (2014), *Monetary policy and financial stability*, discorso alla Michel Camdessus Central Banking Lecture 2014, Fondo Monetario Internazionale, Washington, 2 luglio 2014;
 - Wray L.R., Nersisyan Y., (2017), *Capire la moneta e la politica macroeconomica*, in "Ripensare il capitalismo" a cura di Mazzucato M, Jacobs M, (2017) Ed. Laterza, Bari-