

# Europa **marche** news



Università  
degli Studi  
di Urbino  
Carlo Bo



Periodico  
di politiche,  
programmi  
e studi europei

PUBBLICAZIONE DEL CENTRO EUROPE DIRECT MARCHE DELL'UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI URBINO "CARLO BO"

Urbino, marzo 2012

n. 121 bis

## Speciale

# Crisi economica e risposte dell'Europa

di **Marcello Pierini**

Iniziata come problema del sistema bancario e finanziario, la crisi si è estesa ben presto a tutti i settori dell'economia e del lavoro: a distanza di alcuni anni la sensazione dei cittadini è di vivere una crisi apparentemente senza fine, un incendio che sembra divampare con forza spesso imprevedibile. Fino all'estate del 2007 gli Stati Uniti hanno goduto di politiche monetarie molto accomodanti, di abbondante liquidità, bassi tassi d'interesse reali, condizioni macroeconomiche lungamente favorevoli.

Le grandi banche d'investimento hanno creato un "sistema bancario ombra", sostanzialmente al riparo dei requisiti contabili prudenziali: le evidenze più significative consistevano in un capitale sociale minimo, in un disallineamento estremo delle scadenze tra attivo e passivo, nella concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni senza garanzie minime, con la benevolenza delle agenzie di rating.

Fu la caduta dei prezzi delle abitazioni a determinare crescenti insolvenze sui mutui immobiliari e a far crollare il castello di sabbia.

Il dissesto del gruppo Lehman giunge al culmine di questa crisi ancora essenzialmente americana e ne apre una nuova, globale a causa delle interconnessioni di quel gruppo con i sistemi finanziari di molti paesi, fino a quel momento ignote o ignorate. Divampa una crisi generalizzata di fiducia che trascina il mondo avanzato in una spirale di stagnazione e recessione economica che da subito appare tra le più gravi del dopoguerra.

**Continua a pagina 2**

Da pagina 3 a pagina 17 pubblichiamo il saggio curato dal professor Giorgio Calcagnini, che ringraziamo vivamente per la collaborazione e per il prezioso lavoro svolto.

## Sommario

- Crisi economica e risposte dell'Europa pag. 1
- Il concetto di moneta e l'introduzione dell'Euro pag. 3
- Vantaggi e svantaggi dell'Euro pag. 4
- I mercati finanziari pag. 7
- L'Europa e la crisi economica pag. 11
- La politica monetaria e quella fiscale: un legame sempre più stretto pag. 15

## Europa Marche News

Periodico di politiche, programmi e studi europei, a cura del Centro Europe Direct Marche – Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo"

Registrato al Tribunale di Urbino P11/12/2009 al numero 227.

Sede: Piazza della Repubblica, 3 – 61029 Urbino (PU) - Tel. 0722.303577 Fax 0722.373087 e-mail: [europedirectmarche@uniurb.it](mailto:europedirectmarche@uniurb.it) Web <http://www.europedirectmarche.it>

Direttore responsabile **Maria Carbone** – Responsabile scientifico - Condirettore **Marcello Pierini**

Redazione, Marcello Pierini, Giorgio Calcagnini, Maria Carbone, Cinzia Carcianelli.

Nel 2010 si accende un nuovo focolaio nell'area dell'euro. La Grecia, con i suoi conti pubblici dissestati e a lungo occultati, innesca la percezione del rischio degli investitori internazionali rivolta ai debiti sovrani (degli stati). Nel maggio del 2010 la Grecia fa ricorso all'aiuto dell'Unione europea e del Fondo monetario internazionale. Nel novembre dello stesso anno anche l'Irlanda e il richiama il medesimo tipo di aiuto e nell'aprile 2011 lo farà il Portogallo. Per evitare ripercussioni su altri paesi della zona euro la Banca centrale europea avvia un programma di acquisti di titoli pubblici (*Securities Markets Programme*, SMP).

La risposta dell'Europa alla crisi del debito sovrano dei Paesi dell'area dell'euro si concentra su tre fronti: consolidamento dei conti pubblici; rafforzamento della *governance* europea (introduzione del semestre europeo, Patto "euro plus", maggiori poteri a Eurostat); contrasto e prevenzione delle crisi dei paesi membri e dei settori bancari attraverso l'*European Financial Stability Facility*, Efsf, e *European Stability Mechanism*, Esm.

Tuttavia la natura della crisi in Europa è diversa: nella fase americana, poi divenuta globale, alla radice del problema vi erano *eccessi*: di creazione monetaria, di innovazione finanziaria incontrollata, di fiducia cieca (e analiticamente malposta) nelle capacità autoregolatrici del mercato. Alla radice dei problemi in Europa vi è la mancanza di parti importanti dell'edificio europeo, gravi problemi di bilanci pubblici e della regolazione e supervisione finanziaria, che sorreggano il pilastro della moneta unica (fonte Banca d'Italia). Il peggioramento delle valutazioni sul merito della solvibilità dei debiti sovrani si estende alle banche dei rispettivi paesi, nei cui attivi pesa la presenza di titoli pubblici nazionali; la raccolta sui mercati internazionali diviene più costosa e si accentua la disomogeneità delle condizioni monetarie nell'area. Una più rarefatta raccolta di capitali del sistema bancario ha determinato una forte restrizione del credito alle economie, con gravi conseguenze sul quadro macroeconomico.

Tra agosto e ottobre 2011 la Bce annuncia che continuerà a fornire abbondante liquidità al sistema bancario ed estende la durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine fino a un anno; riavvia acquisti di titoli di Stato nell'ambito del *Securities Markets Programme*. Attraverso le due operazioni a tre anni, la Bce immette nel sistema bancario dell'area fondi lordi per circa 1.000 miliardi di euro. La politica monetaria torna a essere più uniforme. Dall'estate del 2011 si intraprendono nuove azioni per fronteggiare l'aggravarsi della crisi: misure per il controllo dei conti pubblici; un nuovo piano di assistenza finanziaria alla Grecia; l'ampliamento della flessibilità e della capacità di intervento dell'Efsf/Esm; l'anticipo di un anno dell'inizio dell'operatività dell'Esm (al 1° luglio 2012). Entra in vigore la riforma della *governance* economica nota come *six-pack*, che include il rafforzamento del Patto di stabilità e crescita. Viene sottoscritto il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (*Fiscal compact*) che, tra l'altro, impegna i paesi firmatari a inserire nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale ed entro un anno dalla sua entrata in vigore, una norma che preveda il raggiungimento e il mantenimento del pareggio di bilancio in termini strutturali. Questa norma è stata inserita nella Costituzione italiana lo scorso aprile.

Sul fronte delle azioni riforme strutturali, mostra maggior fatica, a causa di diffuse resistenze nel sistema politico e nella società. Ma, sempre più chiaramente, sono le incompletezze della costruzione europea a essere nel mirino degli investitori e dei mercati finanziari internazionali, i quali vedendo le reazioni di molti Paesi membri, vecchi e nuovi, si chiedono quanto sia veramente salda la volontà dei cittadini e dei governi europei di preservare la moneta unica anche attraverso il trasferimento all'Unione europea di quelle competenze e politiche necessarie a sorreggere la moneta quale strumento al servizio dell'economia reale. A questi dubbi occorre dare una risposta decisa, concorde, tempestiva.

## La politica economica e il governo della moneta unica di Giorgio Calcagnini\*

### Il concetto di moneta e l'introduzione dell'Euro

La moneta è uno dei primi concetti economici con il quale siamo entrati in contatto nell'arco della nostra vita. La paghetta che a una certa età i nostri genitori hanno iniziato a concederci altro non era che un trasferimento di moneta. Come abbiamo utilizzato la nostra paghetta? Essenzialmente in due modi. L'abbiamo scambiata in cambio, ad esempio, di un gelato, di un libro, di una ricarica telefonica, oppure l'abbiamo messa da parte (risparmiata) per un utilizzo futuro. Abbiamo quindi imparato precocemente a utilizzare la moneta, anche senza conoscerne la teoria economica sottostante. Un veloce ripasso dell'evoluzione storica della moneta, della sua natura e dei motivi che sono alla base della sua "domanda", è utile anche per meglio comprendere il perché dieci anni fa un gruppo di paesi europei ha deciso di adottare una moneta comune, l'Euro.

La parola moneta viene ricondotta a uno degli appellativi di Giunone: Moneta. La dea era così chiamata per il suo ruolo di consigliera e ammonitrice (il verbo latino *monēre* significa consigliare, avvertire, ammonire). A Roma, sul Campidoglio, nei pressi del tempio dedicato alla dea, si trovava anche la Zecca. Probabilmente l'appellativo della dea si trasmise a ciò che nella Zecca veniva prodotto: le monete. Nel greco antico per indicare la moneta si usava la parola *νόμισμα* (*nomisma*), che deriva da *νόμος* (*nomos*), consuetudine, costume, legge, usanza. Aristotele scriveva infatti nell'*Etica Nicomachea* che la moneta non esiste in natura, ma per convenzione (Cfr. BANCA D'ITALIA, 2012, s. 6).

E' difficile datare quando è stata inventata la moneta. Nelle popolazioni primitive vigeva quello che conosciamo come il baratto, cioè lo scambio di un bene con un altro bene. Gli economisti definiscono un bene un oggetto disponibile in quantità limitata e il cui utilizzo reca giovamento agli individui, sia in senso materiale sia intellettuale. Tuttavia, il baratto incontra delle difficoltà quando cerchiamo di ottenere un bene da un altro individuo che non accetta in cambio il bene di cui disponiamo. Ad esempio, è difficile ottenere un paio di scarpe se al calzolaio non piace il pesce che ho pescato, ma preferisce un fagiano. Per ottenere il paio di scarpe di cui ho necessità, dovrei passare tramite una complessa serie di scambi, che potrebbe richiedere anche un tempo relativamente lungo, per arrivare a possedere il fagiano domandato dal calzolaio. La soluzione di questo problema è stata l'invenzione della moneta, cioè di un oggetto accettato negli scambi.

Nel corso dei secoli, gli individui hanno accettato e utilizzato come moneta una varietà di oggetti quali le conchiglie, le perline, gli ami da pesca, le pellicce, gli animali quali i bovini, il tabacco. Intorno al 2500 AC gli egiziani iniziarono a produrre dei cerchietti di metallo da usare come moneta, ma è solo nel 700 AC che i Lidi (navigatori e abitanti di una regione dell'attuale Turchia) iniziarono a coniare delle monete per espandere il loro vasto impero commerciale. In seguito, i greci e i romani continuarono a coniare monete e trasmisero questa tradizione alle civiltà occidentali che si susseguirono nei secoli a venire. Il successo della moneta metallica era garantito dalla sua durabilità, facilità di trasporto, e dal fatto che spesso era coniata con l'impiego di metalli preziosi. In questo caso si parla di moneta-merce: la moneta metallica era utilizzata negli scambi perché conteneva un certo valore rappresentato dalla quantità di oro o argento utilizzata per il suo conio.

Accanto alla moneta-merce si è sviluppata una moneta cartacea, le attuali banconote.

I cinesi furono i primi a usare la moneta cartacea durante la dinastia T'ang (618-907 AC).<sup>1</sup> Le banconote sono pezzi di carta che non hanno un valore intrinseco, ma che possono essere scambiate con una specifica merce. Ad esempio, nel 1715 gli stati americani del Maryland, della Carolina del nord e della Virginia emisero delle "banconote-tabacco" che potevano essere convertite in una certa quantità

<sup>1</sup> Tuttavia, una prima e rudimentale forma di moneta cartacea si era sviluppata durante la dinastia dei Ming intorno al 1300 AC quando i cinesi usarono il sigillo dell'imperatore e le firme dei tesoriere dell'impero (i moderni ministri dell'economia) su pezzi di carta grezza fatta di corteccia di gelso.

di tabacco. Il vantaggio delle banconote era che erano più comode da trasportare e rendevano più facili i pagamenti di importi elevati rispetto alle monete metalliche.

Tradizionalmente, le banconote hanno avuto la caratteristica di essere convertibili in oro. Questa caratteristica, per un lungo periodo, ha implicato che la quantità di banconote fosse collegata alla quantità di oro detenuta da chi aveva emesso le stesse banconote.<sup>2</sup> Non a caso il sistema di pagamenti era denominato sistema aureo. Quest'ultimo, dalla fine della seconda guerra mondiale, era limitato alla sola moneta americana (il dollaro), per tramontare definitivamente con la dichiarazione di non convertibilità del dollaro in oro fatta dal presidente americano Nixon nell'agosto del 1971.

Con il venir meno della convertibilità delle valute in oro, la natura delle banconote oggi in circolazione è soprattutto di natura fiduciaria. Gli individui accettano di ricevere banconote in cambio di beni e servizi solo perché, nel momento in cui decideranno a loro volta di acquistare un bene, hanno fiducia che le stesse banconote saranno accettate da altri individui. In Europa la Banca centrale europea (BCE) - la "banca di tutte le banche" operanti all'interno dei 17 Stati membri dell'Unione Europea - è responsabile del valore dell'Euro attraverso decisioni di aumento o diminuzione della quantità di banconote in circolazione allo scopo di mantenere stabili i prezzi dei beni e servizi. La stabilità dei prezzi garantisce che una stessa quantità di moneta permette di acquistare la stessa quantità di beni anche in futuro. La variazione dei prezzi, quando si verifica, in un arco definito di tempo (un mese, un trimestre, un anno) è detta inflazione. Possiamo quindi anche dire che obiettivo della BCE è di mantenere il tasso d'inflazione basso e relativamente stabile. Negli Stati Uniti d'America l'equivalente della Banca centrale europea è la Federal reserve bank.

L'Euro, la moneta comune adottata fino al 2012 da 17 dei 27 Stati membri dell'Unione Europea (Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Francia, Finlandia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna), è stata introdotto il 1° gennaio 1999 ed è divenuto la moneta utilizzata da oltre 300 milioni di cittadini europei.<sup>3</sup>

Non tutti i 17 paesi hanno adottato l'Euro a partire dal 1999. La Grecia lo ha fatto nel 2001, la Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008, la Slovacchia nel 2009, e l'Estonia solo nel 2011.

Per i primi tre anni l'Euro è stato utilizzato unicamente per fini contabili (ad esempio nei pagamenti elettronici), mentre è entrato in circolazione, cioè utilizzato negli scambi di tutti i giorni, soltanto il 1° gennaio 2002, quando ha sostituito le banconote e le monete denominate nelle valute nazionali (marco tedesco, lira italiana, ecc.) a un tasso di conversione fisso. Ad esempio, il tasso di conversione della lira è stato di 1936,27 lire per 1 Euro.

## Vantaggi e svantaggi dell'Euro

L'introduzione di una moneta unica ha implicato diversi vantaggi. In primo luogo, l'Euro ha rappresentato un segno tangibile dell'identità europea e, in quanto tale, l'Unione Europea ha visto accrescere il suo peso nell'economia mondiale. Infatti, la moneta unica conferisce all'area dell'Euro una forza di attrazione per le imprese di altri paesi, con un conseguente incremento degli scambi e degli investimenti. Inoltre, le accresciute dimensioni dello spazio all'interno del quale circola la moneta unica rendono l'Europa meno vulnerabile a quei mutamenti economici improvvisi che possono verificarsi al di fuori dell'area dell'Euro e mettere in difficoltà le economie nazionali. Tra questi mutamenti è importante ricordare l'aumento dei prezzi mondiali del petrolio o le turbolenze sui mercati valutari mondiali. Sono proprio le dimensioni e la forza economica dell'area dell'Euro che permettono ai paesi che hanno adottato la moneta unica di aumentare la loro capacità di assorbire gli effetti di questi mutamenti esterni con minori costi rispetto a quanto avveniva prima del 1999.

In secondo luogo, l'Euro ha permesso una maggiore trasparenza dei prezzi dei beni e servizi offerti all'interno dei paesi che adottano la moneta unica in quanto, i consumatori con l'Euro in grado di

<sup>2</sup> Questo vale anche per le monete metalliche coniate con metalli diversi dall'oro.

<sup>3</sup> Anche tre microstati (Principato di Monaco, Repubblica di San Marino e Stato della Città del Vaticano) hanno adottato la nuova valuta, in conformità a un accordo formale concluso con la Comunità europea. Andorra, Montenegro e Kosovo utilizzano invece l'euro senza avere stipulato alcun accordo formale.



compiere comparazioni dirette al momento, ad esempio, dell'acquisto di un'autovettura e possono di conseguenza facilmente individuare il concessionario più conveniente. In altre parole, la moneta unica favorisce la concorrenza nei vari mercati e aiuta, quindi, a mantenere l'inflazione sotto controllo. Il rafforzamento della concorrenza ha favorito inoltre un uso più efficiente delle risorse disponibili, mediante gli scambi di beni e servizi entro i confini dell'area, promuovendo di conseguenza un livello di attività economica più elevato.

Un altro vantaggio dell'Euro è rappresentato dalla maggiore integrazione dei mercati finanziari dei paesi che hanno adottato la moneta unica e, conseguentemente, dalla più elevata mobilità delle risorse finanziarie dalle economie con eccesso di risparmio a quelle con maggiori esigenze di finanziamento. In altri termini, è stato più facile per famiglie e imprese italiane finanziare le proprie decisioni di spesa grazie alla possibilità di accedere a prestiti, ad esempio, di banche tedesche o francesi. Inoltre, grazie alla maggiore concorrenza creata da un mercato finanziario più ampio, anche il costo di questi finanziamenti è stato, a parità di altre condizioni, inferiore a quello che si doveva sostenere rivolgendosi a banche nazionali presenti in mercati segmentati dalle rispettive monete nazionali (Lira, Franco francese, Marco tedesco, ecc.).

A favorire questa integrazione dei mercati dei beni e servizi, da un lato, e di quelli finanziari, dall'altro, ha contribuito la riduzione dei cosiddetti "costi di transazione" legati al tasso di cambio. Quest'ultimo è definito come il prezzo relativo di una valuta (es. l'Euro) rispetto a un'altra valuta (es. il Dollaro americano).<sup>4</sup> Ad esempio, nel mese di Settembre 2012 il cambio Euro/Dollaro è stato uguale a 1,28557.<sup>5</sup> Per avere 1 Euro un residente degli Stati Uniti d'America doveva cioè pagare un "prezzo" di circa 1,29 Dollari. Prima dell'adozione dell'Euro, ciascuna delle 17 economie che hanno adottato la moneta comune aveva una propria valuta. Ogni volta che una famiglia italiana decideva di recarsi in vacanza, ad esempio, in Francia era costretto prima di iniziare il viaggio a cambiare le Lire in Franchi francesi sostenendo dei costi (le commissioni bancarie). Ugualmente, le imprese italiane che acquistavano prodotti di altri paesi europei sostenevano dei costi di transazione per cambiare, ad esempio, le Lire in Marchi tedeschi. I costi non finivano qui. Torniamo al caso della famiglia che aveva programmato la vacanza in Francia e ipotizziamo che, tornando in Italia dopo una settimana si fosse ritrovata con Franchi francesi non spesi. In questo caso, oltre agli ulteriori costi per cambiare la valuta francese in quella italiana, la nostra famiglia sarebbe andata incontro ad un rischio, quello che il rapporto di cambio Lira/Franco fosse diminuito, cioè che il prezzo della valuta italiana rispetto a quella francese fosse aumentato. Di conseguenza, con i Franchi francesi residui la famiglia sarebbe stata in grado di acquistare un ammontare di Lire italiane inferiore rispetto a una settimana prima. Con l'adozione della moneta unica questi costi legati alle operazioni di cambio valute sono venuti meno, almeno all'interno dei paesi dell'area dell'Euro.

Gli "svantaggi" legati all'adozione della moneta unica sono riconducibili alla cessione di parte della sovranità nazionale nella definizione della politica economica a favore delle autorità europee. Per politica economica intendiamo l'insieme delle decisioni fiscali (livello della tassazione e della spesa pubblica) e monetarie (livello dell'offerta di moneta o dei tassi di interesse) in capo ad ogni singolo stato. Già nel corso degli anni precedenti l'introduzione dell'Euro, gli stati europei avevano sottoscritto degli accordi che imponevano un maggior coordinamento delle decisioni dei singoli stati. L'accordo principale, il trattato sull'Unione Europea, fu firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992 ed è entrato in vigore il 1° novembre 1993.<sup>6</sup> Con il trattato di Maastricht i paesi europei si impegnavano a conseguire cinque obiettivi: 1) rafforzare la legittimità democratica delle istituzioni europee; 2) rendere più efficaci le istituzioni; 3) sviluppare la dimensione sociale della Comunità; 4) istituire una politica estera e di sicurezza comune; 5) instaurare un'unione economica e monetaria (UEM).

Il quinto obiettivo era fondamentale al completamento del mercato unico. A tale scopo gli stati membri avrebbero dovuto garantire il coordinamento delle loro politiche economiche e istituire una sorveglianza multilaterale di tale coordinamento. In secondo luogo, gli stati membri sarebbero stati

<sup>4</sup> Quando si parla di monete diverse, è più corretto utilizzare il termine valuta.

<sup>5</sup> Le informazioni riguardanti i tassi cambio possono essere trovate nel sito della BANCA D'ITALIA (2012, a).

<sup>6</sup> Su quest'argomento si veda il sito della COMMISSIONE EUROPEA (2012 a).

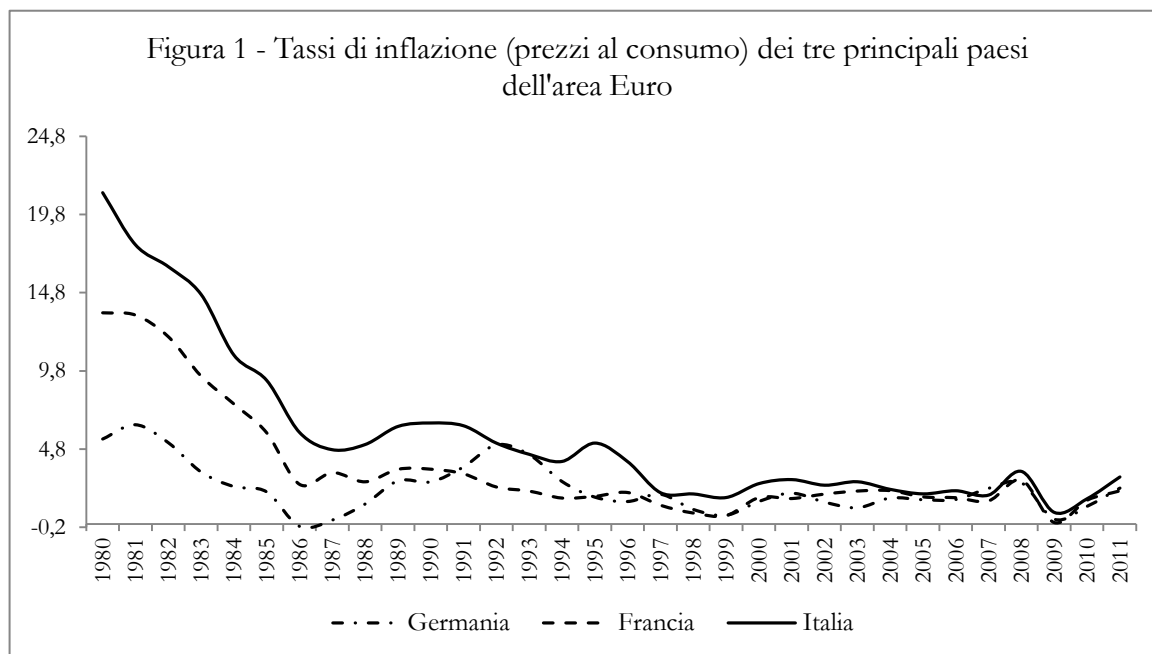
soggetti a norme di disciplina finanziaria e di bilancio. Ad esempio, si era stabilito che il livello del disavanzo pubblico (la differenza tra uscite (spesa pubblica) e entrate (tasse)) rispetto a quello del Prodotto Interno Lordo (PIL) non avrebbe dovuto superare la soglia del 3 per cento all'anno.

Infine, la politica monetaria avrebbe dovuto mirare all'istituzione di una moneta unica (l'Euro) e a garantirne la stabilità grazie al controllo dell'inflazione.

Questo processo è, in effetti, terminato il 1° gennaio 1999 con la creazione dell'Euro e la costituzione di una Banca centrale europea che, insieme alle banche centrali dei singoli stati, avrebbe dato luogo al Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). L'aspetto importante di questa nuova architettura finanziaria è che le istituzioni che fanno parte del SEBC sono indipendenti dalle autorità politiche nazionali e comunitarie.

A partire dal 1999, quindi, l'obiettivo di garantire la stabilità della moneta unica (in altre parole, aumenti del livello dei prezzi non superiori al 2% all'anno) ha richiesto ai singoli stati membri di avere un bilancio statale con squilibri (disavanzi) limitati e una politica monetaria indipendente dagli obiettivi perseguiti dai singoli governi nazionali.

L'insieme di queste condizioni, associate a un tasso di cambio fisso tra i paesi dell'Euro, ha implicato una perdita di gradi di libertà nelle decisioni dei singoli paesi. Ad esempio, al tempo delle monete nazionali, il governo italiano avrebbe potuto ritenere opportuno aumentare la spesa pubblica, a parità di entrate fiscali, per contrastare gli effetti di una crisi economica sul livello di occupazione finanziandola con moneta (cioè vendendo titoli del debito pubblico, buoni ordinari del tesoro (Bot), alla propria Banca d'Italia che li avrebbe pagati stampando un maggior numero di lire). Questa decisione legittima prima del Trattato di Maastricht, non era più praticabile perché avrebbe potuto implicare un livello del disavanzo dello stato superiore al 3% del PIL, e un aumento dell'offerta di moneta oltre i limiti compatibili con gli obiettivi di controllo dell'inflazione. Un'inflazione più elevata rispetto a quella registrata da altri paesi europei avrebbe fatto perdere competitività alle imprese italiane che, nel breve periodo, sarebbero state in grado di competere sui mercati internazionali solo grazie ad una svalutazione della Lira.<sup>7</sup>



Fonte: Nostre elaborazioni su dati AMECO, COMMISSIONE EUROPEA (2012 b).

La Figura 1 mostra chiaramente il processo di convergenza dei tassi di inflazione di Italia, Francia e Germania avvenuto in vista dell'adozione di una moneta unica. La relativa stabilità dei prezzi all'interno

<sup>7</sup> In questo caso con competitività intendiamo la convenienza di prezzo dei prodotti delle imprese italiane nei confronti di quelli delle imprese estere.

dell'area dell'Euro, e quindi anche la presenza di tassi d'inflazione non troppo dissimili tra loro, è una delle condizioni per il successo della moneta comune.

Cerchiamo di spiegare con un semplice esempio cosa accadeva prima dell'avvento dell'Euro. Riprendiamo ancora una volta il caso della famiglia italiana che aveva deciso di andare in vacanza in Francia. Possiamo ipotizzare che questa decisione era il risultato di una valutazione tra la destinazione francese e quella italiana. Per semplicità assumiamo che famiglia vivesse alla stessa distanza dalle due mete turistiche e che, di conseguenza, i costi di viaggio fossero gli stessi. Supponiamo, inoltre, che il tasso di cambio Lira/Franco francese fosse 300 (per acquistare 300 lire serviva un solo franco francese) e che il prezzo di una settimana di vacanze in Francia fosse 5000 franchi, e 1.700.000 lire di quella in Italia. Per vedere la convenienza relativa delle due soluzioni era necessario trasformare il costo in franchi francesi in lire. L'operazione è semplice e si ottiene moltiplicando il prezzo in franchi per il tasso di cambio, cioè  $5000 \times 300 = 1.500.000$ . Il viaggio in Francia era quindi meno costoso di quello verso la località italiana e, a parità di condizioni, la famiglia italiana avrebbe preferito la meta francese. Cambiando il punto di osservazione, una famiglia francese avrebbe trovato poco conveniente trascorrere le vacanze in Italia, e avrebbe preferito rimanere in patria. Se la differenza di prezzo tra la vacanza in Italia e in Francia fosse prevalentemente dipesa dai maggiori costi di produzione dei servizi turistici, il deprezzamento del tasso di cambio Lira/Franco francese sarebbe stato la soluzione più semplice per far recuperare competitività alle imprese italiane. Infatti, se il tasso di cambio fosse aumentato da 300 a 350 (un franco francese adesso riesce ad acquistare 350 lire), allora il prezzo del pacchetto della vacanza in Francia per la famiglia italiana sarebbe diventato  $5000 \times 350 = 1.750.000$  lire, cioè superiore a quello che avrebbe pagato se fosse rimasta in Italia. In modo equivalente, con un cambio Lira/Franco francese a 350, la famiglia transalpina avrebbe trovato più conveniente trascorrere le vacanze in Italia.

In questo periodo di crisi non è difficile, quindi, ascoltare imprenditori che rimpiangono la possibilità di agire sul tasso di cambio per recuperare competitività a favore delle nostre imprese. Tuttavia, al momento del Trattato di Maastricht, le imprese italiane avrebbero dovuto avviare un processo di ammodernamento delle loro strutture produttive e organizzative per mantenere (o aumentare) la loro competitività verso imprese concorrenti estere in assenza di un tasso di cambio flessibile. Sempre utilizzando l'esempio della domanda di servizi turistici discusso in precedenza, con il cambio Lira/Franco francese a 300, le aziende italiane di servizi turistici avrebbero dovuto intraprendere decisioni organizzative e di produzione con l'obiettivo di ridurre i costi e, conseguentemente, i prezzi dei loro servizi al di sotto di quelli offerti dalle imprese francesi. In Italia, questo processo di ammodernamento della struttura produttiva è avvenuto solo in parte interessando prevalentemente le imprese più esposte alla concorrenza internazionale e ha determinato nel complesso una riduzione della competitività del sistema produttivo italiano nei confronti degli altri paesi, soprattutto di quelli appartenenti all'area dell'Euro.<sup>8</sup>

## I mercati finanziari

Un mercato è definito dalla domanda e dall'offerta di un particolare bene o servizio e, quindi, dall'oggetto dello scambio. Insieme allo scambio, il mercato determina anche il prezzo dell'oggetto scambiato. I mercati finanziari sono i mercati dove si scambiano attività finanziarie.

Le attività finanziarie sono una particolare categoria di contratti aventi per oggetto diritti e prestazioni di natura finanziaria.<sup>9</sup> Ad esempio, un'obbligazione emessa da un'impresa è un'attività finanziaria detenuta da una famiglia e garantisce una remunerazione (tasso d'interesse) fissata al momento

<sup>8</sup> Il mancato ammodernamento della struttura produttiva italiana trova spiegazione anche nel difficile ambiente istituzionale nel quale operano le imprese. Secondo una recente indagine della Banca Mondiale sui paesi con un ambiente istituzionale più favorevole per l'attività d'impresa, l'Italia occupa l'87° posto. Cfr. DOING BUSINESS (2011), 6 s.

<sup>9</sup> Accanto alle attività finanziarie ci sono le attività reali che sono invece oggetti fisici che durano nel tempo, quali le case, le automobili, le fabbriche, ecc.

dell'emissione. Le attività finanziarie (insieme a quelle reali) sono un modo di detenere i propri risparmi con l'obiettivo di salvaguardarne il valore nel tempo. All'inizio di questo capitolo abbiamo già visto un'attività finanziaria speciale, la moneta. La moneta non offre alcun rendimento, ma offre invece un servizio finanziario poiché favorisce (finanzia) gli scambi di beni e servizi.

Tabella 10.1  
Attività Finanziarie delle Famiglie Italiane  
(consistenze a fine 2011, milioni di Euro)

Attività Finanziarie	Valore	%
1. Biglietti, monete e depositi a vista	671.266	19,0
2. Altri depositi	447.872	12,6
3. Titoli a breve e lungo termine	714.718	20,2
4. Azioni e altre partecipazioni	703.006	19,9
5. Quote di fondi comuni	208.398	5,9
6. Riserve tecniche di assicurazione	676.488	19,1
7. Altre attività	119.535	3,4
8. Totale attività finanziarie	3.541.283	100,0

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia (2012, b).

La Tabella 10.1 mostra il valore e la composizione percentuale del portafoglio finanziario delle famiglie italiane a fine 2011. Nel complesso, le attività finanziarie in mano alle famiglie italiane ammontavano a circa 3.500 miliardi di Euro, cioè 2,2 volte il valore del Prodotto interno lordo.<sup>10</sup> Per quanto riguarda la loro composizione, circa il 32% delle attività finanziarie è detenuto sotto forma di biglietti, monete e depositi (la somma delle voci 1 e 2 della Tabella 10.1). Simili per importanza sono anche le quote di attività finanziarie sotto forma di titoli (prevalentemente titoli dello stato italiano), azioni e partecipazioni, e di riserve tecniche di assicurazione.

Le attività finanziarie sono classificate in base alle loro caratteristiche, natura dei contratti, e funzioni. In base alle loro caratteristiche, le attività finanziarie sono distinte in relazione alla liquidità e al rischio. Un'attività è tanto più liquida se è scambiabile sul mercato finanziario, ad esempio con moneta, quanto minori sono le perdite in conto capitale, cioè le riduzioni di prezzo al quale la stessa attività era stata acquistata. Di conseguenza, la moneta è l'attività finanziaria liquida per eccellenza. I titoli di stato (Bot, Btp, ecc.) sono invece meno liquidi della moneta, ma più liquidi delle azioni. Il grado di liquidità delle attività finanziarie non è assoluto, ma dipende positivamente dal grado di sviluppo e dalle dimensioni dei mercati finanziari nei quali sono scambiati.<sup>11</sup>

La rischiosità di un'attività finanziaria dipende invece dal grado d'incertezza che grava sul suo valore futuro. Di nuovo, la moneta ha un valore nominale certo: 10 Euro nel 2012 avranno lo stesso valore nominale anche nel 2013.<sup>12</sup> La moneta quindi è un'attività priva di rischio. Lo stesso non può dirsi, ad esempio, del valore delle azioni. Un'azione emessa dalla società Bianchi S. p. A. acquistata nel 2012 al prezzo di 10 Euro avrà un valore nel 2013 che dipende da tanti elementi, tra i quali in particolare i profitti e, quindi, i dividendi che la stessa società deciderà di distribuire agli azionisti.<sup>13</sup> Poiché l'ammontare dei profitti nel 2013 è sconosciuto anche ai manager della Bianchi S. p. A. il prezzo delle azioni è incerto e, quindi, questo tipo di attività finanziarie sono ritenute rischiose.

Infine, le attività finanziarie sono classificate in base alla natura dei contratti. Si distinguono:

<sup>10</sup> Nel 2011 il valore del PIL a prezzi correnti è stato di circa 1.580 miliardi di Euro.

<sup>11</sup> Su questo tema si veda PITTALUGA (2007), ss 31.

<sup>12</sup> Qui si fa riferimento esclusivamente al valore nominale della moneta, non del suo potere di acquisto che dipende dall'andamento dei prezzi dei beni e servizi.

<sup>13</sup> In genere, i dividendi sono una certa percentuale dei profitti realizzati che può variare da 0 al 100%.



- a) i contratti di assicurazione, in base ai quali sono previste delle clausole per ogni stato di natura (evento). Questi contratti permettono di trasferire il rischio da un soggetto a un altro, anche se non tutti i rischi sono assicurabili;
- b) i contratti di partecipazione che prevedono una ripartizione (e non un trasferimento) del rischio. Un azionista della Bianchi S. p. A., nel momento in cui ha acquistato le azioni, ha sottoscritto un contratto di partecipazione che gli permette di partecipare alla ripartizione dei dividendi, ma anche delle perdite della società;
- c) i contratti di debito che producono un reddito fisso determinato anticipatamente sulla base del tasso di interesse previsto dal contratto. Un tipico contratto di debito è rappresentato dalle obbligazioni emesse dalle imprese.

La classificazione delle attività finanziarie in base alle loro funzioni distingue tra:

- a) attività correnti, richieste principalmente per finanziarie gli scambi. La moneta è un'attività corrente;
- b) attività di riserva, richieste per far fronte a situazioni impreviste. Per questo motivo devono possedere un elevato grado di liquidità. Di nuovo, la moneta così come i depositi bancari e postali sono attività di riserva;
- c) attività di investimento, richieste in virtù del reddito che sono in grado di generare. Le obbligazioni emesse dalle imprese e i titoli di stato sono tipologie di attività detenute per scopi d'investimento.

L'esistenza del mercato finanziario deriva, come detto più sopra, da una domanda e un'offerta di attività finanziarie. Dal lato della domanda, ci sono tradizionalmente le famiglie che hanno un reddito superiore ai loro consumi e che, di conseguenza, hanno un risparmio che deve essere investito. Dal lato dell'offerta, si trovano invece le imprese che hanno minori risorse finanziarie rispetto agli impieghi programmati (investimenti).<sup>14</sup> Esiste quindi l'esigenza di trasferire risparmi dalle famiglie alle imprese nelle forme che soddisfano le esigenze di entrambi i soggetti. Questo ruolo è svolto proprio dal mercato finanziario o, più tradizionalmente, dalle banche che ne rappresentano una componente fondamentale.

Il mercato finanziario svolge in particolare tre importanti funzioni. In primo luogo, esso assicura l'efficiente funzionamento del sistema dei pagamenti. Quest'ultimo è costituito dall'insieme dei mezzi di pagamento con i quali possono essere acquistati beni e servizi nell'economia. I mezzi di pagamento comprendono la moneta legale (monete metalliche e banconote) e la moneta bancaria/postale perché si basa su strumenti gestiti e organizzati dalle banche/poste. Quest'ultima comprende gli assegni, i bonifici, gli addebiti pre-autorizzati, le carte di debito (bancomat/postamat), le carte di credito, le carte prepagate.<sup>15</sup>

Tabella 10.2  
Sistemi di pagamento diversi dalla moneta legale - 2011  
(numero di transazioni per abitante)

	Francia	Germania	Italia
Assegni	46,6	0,5	4,8
Bonifici	45,7	74,5	20,9
Addebito diretto in conto corrente	54,2	105,9	10,0
Carte di credito o di debito	121,4	36,0	26,0
Carte prepagate	0,7	0,4	2,5

Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2012), Tabella 7c.

<sup>14</sup> Per investimenti s'intende il valore dei beni materiali acquisiti dalle imprese i quali procureranno reddito in un periodo successivo. Comprendono: gli investimenti fissi lordi; la variazione delle scorte; le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore. Cfr. ISTAT (2012 b).

<sup>15</sup> Per una descrizione dettagliata di questi strumenti di pagamento si veda BANCA D'ITALIA (2012, c), ss. 34.

Esistono differenze tra i paesi nell'utilizzo dei diversi strumenti di pagamento che dipendono dall'efficienza del sistema finanziario e da elementi culturali. Nel confronto tra i tre principali paesi dell'area Euro, l'Italia emerge come l'economia dove le famiglie e le imprese fanno un minore ricorso della moneta bancaria/postale rispetto agli stessi soggetti residenti in Francia e Germania. Le famiglie e le imprese italiane utilizzano in media circa 5 assegni per anno, contro i circa 47 delle famiglie e imprese francesi (Cfr. Tabella 10.1). Il basso valore nel caso della Germania è più che compensato dal numero di transazioni effettuate con bonifici, addebiti diretti in conto corrente e con carte di credito e di debito. L'unica eccezione dove l'Italia si colloca al primo posto è l'utilizzo di carte prepagate che riflette sia l'importanza delle Poste come sistema finanziario parallelo a quello bancario, all'interno del quale le carte prepagate sono state inizialmente sviluppate, sia gli alti costi e un basso livello di fiducia nazionale nei confronti di sistemi di pagamento moderni (carte di credito, ecc.).

La seconda importante funzione del mercato finanziario è quella cosiddetta allocativa del credito (cioè di selezionare i clienti con capacità di rimborso). Questa funzione è svolta principalmente dalle banche che favoriscono il trasferimento del risparmio, ad esempio, dalle famiglie alle imprese. Tuttavia, il trasferimento può avvenire anche dalle famiglie più ricche a quelle con livelli di consumo superiori al loro reddito. Il beneficio per la collettività della presenza delle banche è che il trasferimento di risorse finanziarie da un soggetto all'altro avviene a costi minori rispetto a un eventuale trasferimento diretto tra i soggetti. Per questo le banche sono gli intermediari finanziari per eccellenza. Le banche, infatti, mediante i molteplici contatti sia con i depositanti sia con chi chiede un prestito, hanno la possibilità di raccogliere una quantità elevata di informazioni sui clienti (ad esempio, il loro livello di reddito e risparmio, se in passato non hanno rimborsato qualche prestito, ecc.). Se opportunamente utilizzate, queste informazioni mettono le banche in condizione di poter selezionare in modo efficiente (con bassi costi di transazione) la clientela, decidere cioè a chi dare un prestito, e offrirle i prodotti e servizi finanziari desiderati.

Infine, il mercato finanziario svolge la funzione di gestione dei rischi. Le principali tipologie di rischio finanziario sono:

- a) il rischio di mercato che dipende dalla variabilità dei prezzi delle attività finanziarie. Ad esempio, il prezzo di acquisto del titolo A, €100, può variare da 98 a 102, mentre il prezzo di acquisto del titolo B, €100, può variare da 90 a 110, allora il titolo B è più rischioso di A;
- b) il rischio di credito imputabile alla possibilità che il soggetto a cui la banca ha fatto un prestito non onori i suoi obblighi di pagamento;
- c) il rischio di liquidità, cioè la difficoltà nel reperire finanziamenti anche a causa dell'impossibilità di vendere un'attività finanziaria. Ad esempio, se un numero elevato di depositanti decidesse di ritirare i propri depositi nello stesso momento, molto probabilmente la banca si troverebbe nell'impossibilità di far fronte alla richiesta perché i depositi sono investiti in attività finanziarie (ad esempio, prestiti, titoli di varia natura) e reali (ad esempio, immobili). La banca potrebbe quindi decidere di vendere alcune attività finanziarie, ad esempio delle obbligazioni, e con il ricavato soddisfare le richieste dei depositanti. Se le obbligazioni non avessero mercato, o il loro prezzo di vendita fosse così basso che la banca decidesse di non venderle, si potrebbe creare un rischio di liquidità.

Vanno segnalate altri due tipologie di rischio: il rischio operativo e il rischio sistemico. Il primo dipende dal verificarsi di perdite di valore delle attività finanziarie dovute a errori umani, frodi e false comunicazioni. Il secondo è collegato a uno o più eventi che interessano un numero elevato di istituzioni o mercati danneggiandone seriamente il loro funzionamento e la loro capacità di assicurare i sistemi di pagamento e di indirizzare in modo efficiente ed efficace il risparmio verso gli investimenti. "Il rischio sistemico è per i mercati finanziari quello che il mostro di *Loch Ness, Nessie*, rappresenta per gli scozzesi (e non solo per loro): ognuno sa e si rende conto del pericolo. Ognuno può descriverne accuratamente la minaccia. *Nessie*, come il rischio sistemico, è onnipresente, ma nessuno conosce quando e dove potrebbe colpire. Non ci sono prove che qualcuno l'abbia visto, ma non ci sono dubbi che esista."<sup>16</sup>

<sup>16</sup> SHELDON e MAURER (1988), s. 685 (traduzione dell'autore).

Per misurare le dimensioni del mercato finanziario, oltre ai valori assoluti, è prassi di utilizzare il valore del PIL quale variabile di scala. La Tabella 10.3 mostra che nel 2011 la dimensione complessiva del mercato finanziario europeo era circa tre volte maggiore del Prodotto interno lordo.

Tabella 10.3  
Il mercato finanziario europeo - 2011

	Miliardi di €	in % del PIL
Mercato monetario	9.421	99
Mercato obbligazionario	14.689	156
Mercato azionario	5.179	55
Mercato finanziario totale	29.289	310

Fonte: Nostre elaborazioni su dati BANCA CENTRALE EUROPEA (2012).

Il 50 per cento circa della dimensione del mercato finanziario è dovuta ai titoli obbligazionari e, in particolare, a quelli emessi dagli stati nazionali per finanziare i disavanzi di bilancio. Il mercato monetario è invece di dimensioni equivalenti a quelle del PIL, mentre più contenuto è il contributo offerto dal mercato azionario (Cfr. Tabella 10.3).

## L'Europa e la crisi economica

L'attività economica è caratterizzata dalla presenza di cicli economici. Gli economisti definiscono il ciclo economico come la sequenza di periodi di prosperità o espansione seguiti da periodi di ristagno o riduzione dell'attività economica (recessione) che sboccano poi in nuovi periodi di prosperità. Ciascun ciclo economico procede, partendo da un punto di svolta inferiore (o minimo del ciclo), con una fase di espansione di durata e ampiezza mutevole, che culmina in un punto di svolta superiore (o massimo del ciclo) ed è seguita da una fase di recessione, al cui termine c'è un nuovo punto di svolta inferiore, da cui inizia un nuovo ciclo. Caratteristica del ciclo economico è la ricorrenza, ma non la periodicità, cioè la regolarità dell'alternarsi di espansioni e di recessioni. In altre parole, la lunghezza delle fasi di espansione non è sempre la stessa, così come la lunghezza delle recessioni. Di conseguenza non è possibile prevedere quando una fase di espansione o di recessione terminerà.<sup>17</sup>

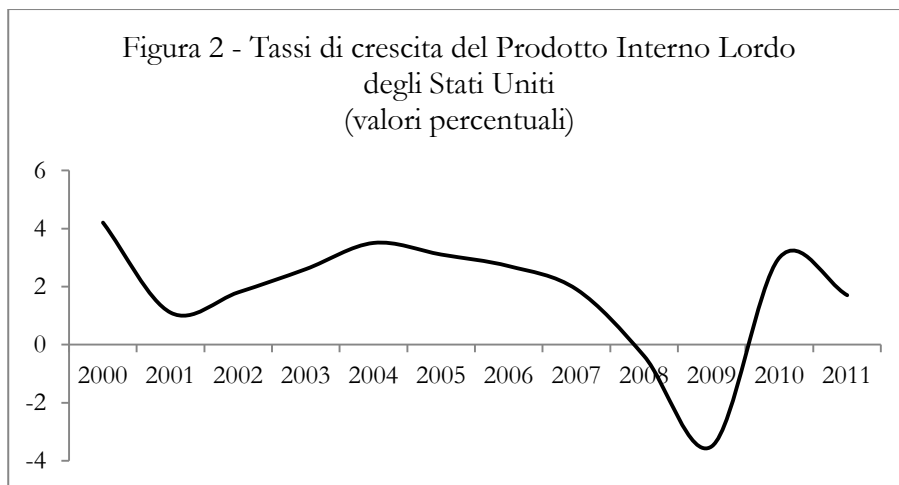
A oggi, inizio del 2013, l'economia italiana sta attraversando una fase di recessione che ha fatto seguito al raggiungimento di un punto di svolta superiore nel mese di Giugno del 2011. Tuttavia, la crisi economica attuale ha avuto origine agli inizi del 2008 (Febbraio) in seguito allo scoppio della crisi finanziaria avvenuta nel mese di Settembre 2007 con il fallimento della banca di investimento Lehman Brothers.<sup>18</sup> Questa crisi trae origine nel cattivo funzionamento di due delle funzioni svolte dai mercati finanziari (ma nel seguito faremo riferimento solo alla componente rappresentata dalle banche) quella allocativa e quella di gestione dei rischi.

Con riferimento alla funzione allocativa, le banche, in particolare quelle americane, si erano trovate dai primi anni 2000 con enormi quantità di risorse finanziarie disponibili (che sinteticamente chiameremo liquidità) che dovevano trovare un impiego remunerativo. L'aumento di liquidità era stato determinato dalla decisione della Banca centrale americana (Federal Reserve Bank) di finanziare le banche americane a tassi di interesse storicamente molto bassi con lo scopo di evitare che l'economia entrasse in recessione a seguito degli attacchi terroristici del settembre 2001. Si pensava, infatti, che il clima che si era determinato a seguito della distruzione delle "torri gemelle" a New York e di parte del Pentagono a Washington D.C. avrebbe influito negativamente sulle decisioni di spesa delle famiglie (consumi) e delle imprese (investimenti). Uno dei modi per evitare che queste aspettative negative si realizzassero era quello di garantire il sostegno a consumi e investimenti mediante prestiti bancari a costi (tassi di interesse) contenuti. Se le banche americane avevano l'opportunità di ottenere prestiti dalla Federal

<sup>17</sup> Si veda CIPOLLETTA (1992).

<sup>18</sup> Si veda OECD (2012).

Reserve a tassi molto bassi, si riteneva che le banche a loro volta avrebbero concesso prestiti molto convenienti anche alle famiglie e imprese.



Fonte: Nostre elaborazioni su dati WORLD BANK: <http://databank.worldbank.org/>.

Come si vede dalla Figura 2, l'economia americana successivamente al 2001 ha sperimentato tassi di crescita del PIL americano in aumento almeno fino al 2004, con un leggero rallentamento fino 2006. Di conseguenza si può affermare che l'obiettivo di sostenere l'economia perseguito dalla Federal Reserve Bank, in accordo con il governo americano, era stato sostanzialmente raggiunto. Ma ad un costo. La crescente ricerca di clienti da parte delle banche cui offrire prestiti a bassi tassi di interesse, aveva anche determinato una selezione meno accurata della clientela. In altre parole, le banche americane avevano iniziato a finanziare anche famiglie e imprese che in "tempi normali" non avrebbero avuto accesso al credito bancario in quanto caratterizzati da una bassa capacità di rimborso. I prestiti concessi a questo segmento della clientela sono diventati tristemente famosi con il termine di "subprime", cioè di bassa qualità. Comportandosi in questo modo, le banche americane avevano iniziato ad allocare le risorse finanziarie in modo non efficiente, cioè riducendo a parità di risorse il benessere della collettività.

E' naturale chiedersi il perché le banche americane avevano iniziato a concedere finanziamenti anche a clienti che, molto probabilmente, non sarebbero stati in grado né di remunerare, né restituire quanto ricevuto andando in contro a delle perdite.

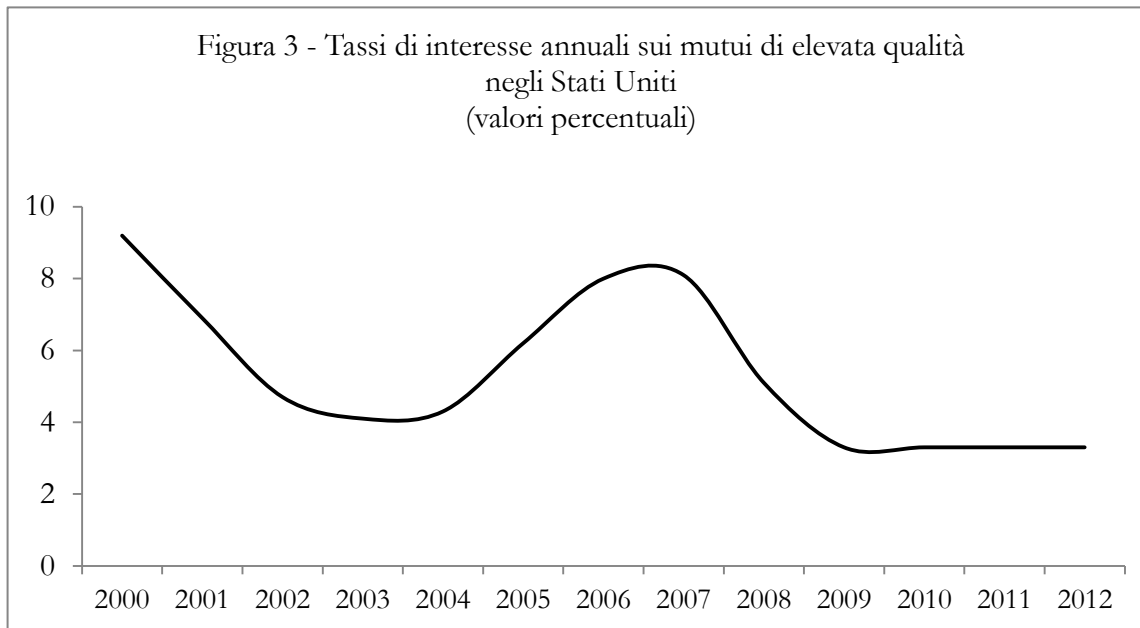
Il motivo va ricercato nell'ingegneria (per alcuni nell'alchimia) finanziaria, in particolare nel cosiddetto processo di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste, ad esempio, nella trasformazione di un credito bancario in un'altra attività finanziaria, tipicamente un titolo (cioè, "carta") vendibile a terzi. Ipotizziamo che una banca abbia fra le sue attività un certo numero di prestiti immobiliari (mutui) e decida di cartolarizzarli, cioè di emettere dei titoli (obbligazioni) che hanno come garanzia quegli stessi mutui. Queste obbligazioni sono poi vendute a investitori privati (famiglie e imprese) o istituzionali (fondi pensione<sup>19</sup>), per far rientrare la banca dei soldi prestati ai mutuatari.

I titoli cartolarizzati (le obbligazioni) hanno una scadenza e un tasso di interesse, ma il loro rimborso e la loro remunerazione effettiva sono legati ai rimborsi e ai pagamenti di interessi da parte degli originali mutuatari. La banca, mediante il processo di cartolarizzazione, oltre al vantaggio di mobilitare attività poco liquide, si viene a spogliare anche del rischio di credito legato a quei mutui, rischio che passa agli investitori. In altre parole, se la banca concede un prestito ad una famiglia appartenente al segmento "subprime" per acquistare un appartamento e successivamente decide di cartolarizzare il mutuo, nei fatti trasferisce il rischio di credito a chi ha acquistato il titolo finanziario originato dalla cartolarizzazione. La cartolarizzazione dei mutui allenta quindi il rapporto fra mutuante (la banca) e mutuatario e può portare, come è successo in America nel caso dei "subprime", a una troppo facile concessione di prestiti immobiliari.

<sup>19</sup> Per una descrizione dei fondi pensione si veda:  
<http://www.finanzaonline.com/money/fondipensione.html>



L'espansione del mercato dei prestiti facili e a basso costo, e di conseguenza anche del mercato immobiliare americano, ha iniziato a mostrare le prime crepe intorno alla metà degli anni 2000 in concomitanza con l'aumento dei tassi di interesse (Figura 3).



Fonte: Nostre elaborazioni su dati ECONOMAGIC: <http://www.economagic.com/>.

Infatti, in seguito all'aumento dei tassi di interesse (praticamente raddoppiati tra il 2003 e il 2007, dal 4,1% all'8,1%) le famiglie si sono trovate a pagare rate dei mutui (che comprendono sia il rimborso del capitale avuto in prestito, sia la componente interessi) sempre più alte. Quando le spese per il mutuo sono diventate non più sostenibili, le famiglie hanno smesso di rimborsare il loro debito con la banca.<sup>20</sup> L'interruzione di questo flusso di pagamenti ha avuto come conseguenza una minore capacità delle banche di remunerare e rimborsare le obbligazioni emesse con il processo di cartolarizzazione dei mutui. A sua volta, questa nuova situazione ha provocato una riduzione dei prezzi delle obbligazioni e una minore capacità delle banche di utilizzare nuovamente questo strumento di finanziamento.

Una volta che le banche hanno realizzato di avere una massa decrescente di risorse finanziarie per svolgere la propria attività di finanziamento dell'economia, hanno deciso ridurre i prestiti alle famiglie e alle imprese che, di conseguenza, hanno progressivamente compresso consumi e investimenti e guidato l'economia americana (e a ruota quella europea) nella recessione corrente.

Questa stessa storia può essere descritta anche mediante un semplice racconto di pura fantasia.<sup>21</sup>

La sig.ra Maria è proprietaria di un bar in una città caratterizzata da una forte presenza dell'industria manifatturiera. La quasi totalità dei suoi clienti sono disoccupati che non riescono più a permettersi di consumare alcolici come quando avevano un lavoro. Proprio per la loro condizione di disoccupati passano, tuttavia, molto tempo al bar e chiedono di poter consumare a credito: bevono oggi, ma pagheranno in futuro quando riavranno il lavoro. Di conseguenza, la sig.ra Maria è costretta a tenere un'agenda dove segna accuratamente il debito di ciascun cliente.

<sup>20</sup> Si ritiene che la soglia delle spese per prestiti oltre la quale una famiglia si venga a trovare in difficoltà di rimborso sia circa il 30% del reddito disponibile. In altre parole, si ipotizza che almeno il 70% del reddito familiare sia composta da spese non facilmente comprimibili. Di conseguenza, se la percentuale di reddito spesa per far fronte al pagamento delle rate di un mutuo supera la soglia del 30% è probabile che la famiglia smetta di rimborsare il debito contratto con la banca.

<sup>21</sup> Il racconto è una rielaborazione dell'autore di una situazione di fantasia ambientata negli Stati Uniti. Si veda: <http://republicmainstreet.wordpress.com/2011/10/28/heidis-bar-sub-prime-mortgages-and-derivatives-explained/>

La politica commerciale seguita dalla sig.ra Maria, una volta che si è sparsa la voce in città, determina un significativo aumento del numero di clienti abituali, tanto che in poco tempo il suo diventa il bar più frequentato della città. Di conseguenza, la sig.ra Maria decide anche di assumere cinque nuovi camerieri. A questo punto la sig.ra Maria decide di aumentare i prezzi delle bevande alcoliche senza trovare molta resistenza e proteste tra i suoi clienti. In breve tempo il fatturato del bar aumenta in modo straordinario, tanto che il direttore di una banca, con sede nella stessa città – il dott. Gerardo, valuta che potrebbe essere economicamente conveniente anche per la banca aumentare i prestiti concessi alla sig.ra Maria. Il dott. Gerardo ritiene, infatti, che alla fine i debiti dei clienti saranno onorati e pertanto li assimila ad una garanzia a fronte del maggior importo del prestito concesso alla sig.ra Maria.

All'interno della stessa banca lavora un dipendente, il dott. Emilio, appena assunto dopo un'esperienza lavorativa presso una grossa banca con sede a Londra. Il dott. Emilio suggerisce al dott. Gerardo di collateralizzare i prestiti concessi alla sig.ra Maria e di trasformarli in obbligazioni (obbligazioni-Maria) e di venderle nel mercato finanziario come titoli garantiti. La maggior parte degli investitori, tuttavia, non si rende conto, anche a causa della regolamentazione sulla trasparenza delle operazioni bancarie non aggiornata, che la garanzia delle obbligazioni-Maria è rappresentata dai debiti di un numero molto elevato di disoccupati. Di conseguenza, il prezzo delle obbligazioni inizia a salire e le obbligazioni-Maria diventano una delle attività finanziarie più richieste dal mercato.

Un bel giorno la dott.ssa Vincenzina, addetta al controllo rischi della banca, consiglia il direttore dott. Gerardo di comunicare alla sig.ra Maria che nel giro di qualche settimana dovrà rimborsare parte dei prestiti ottenuti ed è, quindi, giunto il momento di iniziare ad incassare parte dei crediti che ha nei confronti dei propri clienti.

Poiché la maggior parte dei clienti del bar è ancora disoccupata, la sig.ra Maria è in grado di incassare solo una minima parte dei crediti e, quindi, non riesce a far fronte alla richiesta di rimborso dei suoi prestiti da parte della banca. Di conseguenza, la sig.ra Maria si vede costretta a chiudere il bar e dichiarare il fallimento.

Allo spargersi della notizia della chiusura del bar il prezzo delle obbligazioni garantite dai debiti dei clienti crolla al 10% del suo valore nominale. Infatti, gli investitori in possesso delle obbligazioni-Maria sanno che difficilmente la banca sarà in grado di rimborsarle e di pagare gli interessi maturati.

Il riflesso principale per la banca è che non sarà più in grado di finanziarsi con l'emissione di obbligazioni e, di conseguenza, a fronte di una riduzione delle sue disponibilità liquide, ridurrà i prestiti al resto delle attività economiche della città.

Ma a essere danneggiati direttamente sono anche i fornitori di bevande alcoliche del bar della sig.ra Maria. Non riuscendo a incassare i loro crediti, alcuni di essi dichiareranno ugualmente il fallimento della loro attività, in tal modo aumentando il numero dei disoccupati e il valore dei prestiti non rimborsati alla banca. Quando il valore dei crediti non rimborsati raggiunge una quota rilevante dell'attivo, la banca viene a trovarsi in una situazione simile a quella del bar e dei fornitori, rischiando quindi essa stessa il fallimento.

Fortunatamente, il governo del paese decide prontamente di intervenire per risolvere la crisi della banca fornendole liquidità a tassi di interesse molto bassi, in modo che essa possa proseguire a finanziare le attività economiche ancora presenti in città e, almeno, remunerare i depositanti.

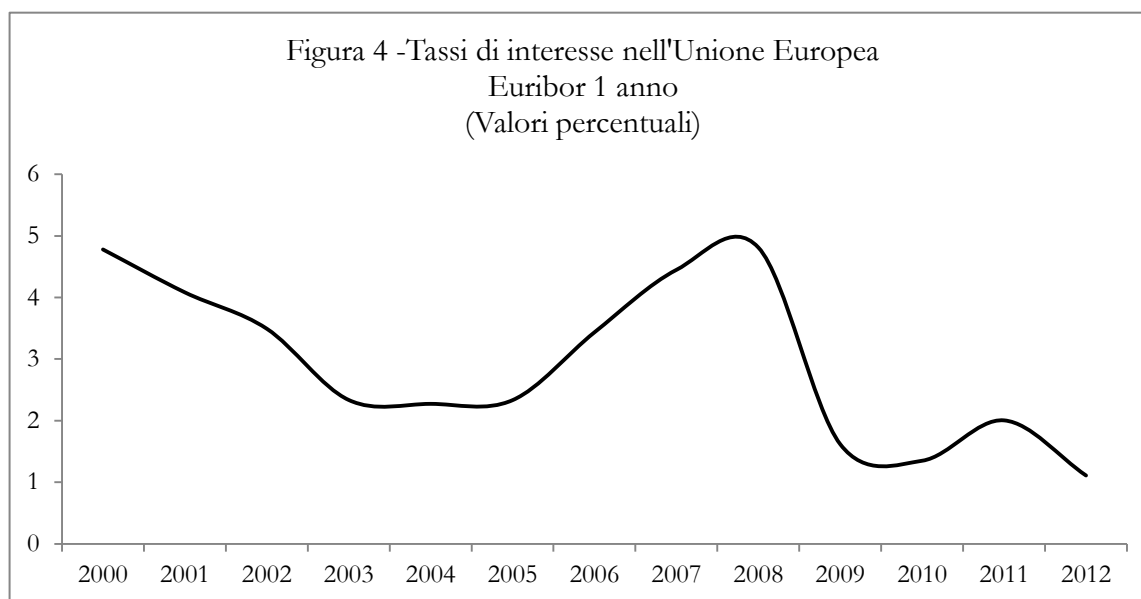
In conclusione, il salvataggio della banca avviene mediante l'utilizzo di risorse pubbliche ottenute dal governo aumentando le tasse sul reddito dei lavoratori e di chi non beve, e che probabilmente non sono mai stati clienti del bar della sig.ra Maria.

La conclusione del racconto di fantasia, ma a questo punto – come forse si è capito - più che di fantasia trattasi di una semplificazione di ciò che è realmente accaduto nel mondo reale, e che ha coinvolto un numero molto elevato di famiglie, imprese e banche, fornisce anche l'indicazione circa le politiche adottate dai governi e dalle autorità monetarie europee per far fronte e uscire dalla crisi nella quale ci troviamo.

## La politica monetaria e quella fiscale: un legame sempre più stretto

Se è vero che la crisi finanziaria, trasformatasi in seguito in crisi economica, ha avuto origine negli Stati Uniti d'America, è anche vero che la sua diffusione al resto dei paesi, e in particolare all'Europa, è stata rapida. Ciò è avvenuto sia per la frequente adozione da parte delle istituzioni finanziarie (banche) dei vari paesi degli stessi modelli di operatività, sia per i sempre più stringenti legami che le caratterizzano e che hanno determinato un alto grado di interdipendenza anche grazie, ad esempio, al processo di cartolarizzazione dei mutui come descritto in precedenza. E' naturale quindi che gli interventi delle autorità di politica economica dei vari paesi abbiano avuto molti elementi comuni. Per semplicità vediamo cosa è stato fatto in Europa da parte della Banca Centrale Europea.

Prima di entrare nel dettaglio dei provvedimenti adottati, va ricordato che, in generale, le banche centrali intervengono nell'economia regolando l'offerta di moneta. Quest'ultima, insieme alla domanda di moneta, contribuisce alla determinazione del tasso di interesse. Il tasso di interesse, come qualsiasi altro prezzo, trasmette al mercato dei beni le tensioni tra domanda e offerta di moneta. Ad esempio, quando la domanda è superiore all'offerta di moneta, il tasso di interesse tende ad aumentare. Viceversa quando l'offerta è superiore alla domanda. Un tasso di interesse in diminuzione rende più conveniente accendere dei prestiti per finanziare l'acquisto di beni di consumo durevoli (es. l'auto, il televisore, ecc.) e di beni di investimento (es. nuovi capannoni, nuovi macchinari industriali, ecc.). Un aumento della domanda di beni di consumo durevoli e, soprattutto, di investimento aumenta la crescita del PIL di un paese. Questa semplice relazione inversa tra livello dei tassi di interesse e la crescita dell'economia spiega la dinamica ribassista dei tassi portata avanti dalla BCE durante gli anni della crisi (Figura 4).



Fonte: Nostre elaborazioni su dati BANCA CENTRALE EUROPEA: <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

Il meccanismo sopra descritto funziona fintanto che i tassi sono sufficientemente elevati e tali che una loro riduzione possa incrementare la domanda di beni e servizi da parte di famiglie e imprese. Tuttavia, quando i tassi sono a livelli molto bassi come quelli attuali, le banche centrali devono utilizzare degli strumenti di politica monetaria non convenzionali perché sarebbe molto difficile ridurre ulteriormente i tassi di interesse.

I due principali strumenti non convenzionali di politica monetaria sono stati le operazioni di rifinanziamento delle banche a lungo termine (*Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO), con durata triennale, e le operazioni definitive monetarie (*Outright Monetary Transactions*, OMT). Entrambi questi strumenti hanno l'obiettivo di far fronte a due problemi affrontati nelle pagine precedenti: la necessità per le banche di avere un livello di risorse finanziarie necessarie a sostenere gli impieghi, ed evitare forti oscillazioni, soprattutto al ribasso, dei prezzi dei titoli emessi dagli stati per finanziare i loro disavanzi di

bilancio. Poiché le banche detengono massicciamente questi titoli nei loro bilanci, una riduzione del loro valore implicherebbe forti perdite per le banche e per la loro stabilità finanziaria.

Le LTRO, per la loro scadenza a tre anni, hanno affiancato le operazioni di rifinanziamento delle banche europee che la BCE conduce con scadenza fino a tre mesi. Questo tipo di operazioni non convenzionali serve a garantire alle banche una cuscinetto di liquidità a fronte di attività finanziarie presenti nei loro bilanci che sono diventate progressivamente meno liquide. In tal modo, le banche evitano di dover dipendere dal funzionamento del mercato interbancario che, come si è visto nel corso delle prime fasi della crisi, soprattutto in situazioni di scarsa fiducia nella solvibilità delle banche, smette di svolgere la funzione per cui è stato creato.<sup>22</sup> Il primo di questi interventi di politica monetaria non convenzionale è avvenuto a dicembre 2011 per un importo di 489 miliardi di Euro, il secondo appena tre mesi più tardi per un importo di 530 miliardi di Euro. In entrambi i casi sono state coinvolte tra le 523 e le 800 banche europee, in particolare greche, irlandesi, italiane e spagnole. Tecnicamente, questi tipi di operazioni sono delle aste attraverso cui la BCE concede un prestito alle banche richiedenti a un tasso fisso che, nel caso specifico è stato dell'1%. In cambio del prestito la BCE riceve a garanzia dei titoli di Stato, anche di paesi come la Grecia in grande difficoltà finanziaria. La maggior parte della liquidità bancaria generata mediante le due operazioni di LTRO è stata utilizzata dalle banche per acquistare nuove emissioni titoli di Stato o è stata depositata presso la BCE, quindi a rafforzare la posizione finanziaria delle banche più che per concedere prestiti al sistema economico. Il mandato dell'EFSF è di salvaguardare la stabilità finanziaria in Europa fornendo assistenza finanziaria ai paesi in difficoltà. A tale scopo il Fondo emette obbligazioni (o altri strumenti di debito) il cui ricavato è prestato ai paesi in difficoltà che abbiano programmato un insieme di interventi (approvati dalla Commissione Europea e dal Fondo Monetario Internazionale) per la riduzione del deficit e del debito dello Stato (es. minori spese pubbliche e un livello più elevato di tassazione). Lo *European Financial Stability Facility* può intervenire sul mercato primario e secondario dei titoli del debito pubblico, e agire in via precauzionale mediante programmi di ricapitalizzazione delle banche, anche nei paesi che non abbiano aderito ad alcun programma di riforme strutturali (es. liberalizzazioni dei mercati, come quello del lavoro) e di ristrutturazione finanziaria, con prestiti ai governi. Lo EFSF è stato pensato come uno strumento di intervento temporaneo, mentre nel mese di Ottobre 2010 è stato deciso di creare una diversa istituzione finanziaria, lo *European Stability Mechanism*, che da metà 2013 rimarrà da solo, e in modo permanente, a fornire assistenza ai paesi in difficoltà dell'area dell'Euro. Lo ESM si finanzia sia emettendo attività finanziarie a breve, medio e lungo termine, con scadenza massima di 30 anni, garantite da un capitale di 80 miliardi di Euro sottoscritto dai paesi dell'area dell'Unione monetaria.<sup>23</sup>

Anche nel caso dell'ESM, il programma di aiuto finanziario può essere di aggiustamento macroeconomico o di tipo precauzionale, purché preveda la possibilità di acquisti diretti sul mercato primario da parte dell'EFSF o dell'ESM.

Le decisioni riguardanti le LTRO e le OMT, e la creazione del Fondo salva-stati mostrano che la politica monetaria e quella politica fiscale, dei paesi europei che hanno adottato la moneta unica, si sono mosse in modo coordinato. In un certo senso i provvedimenti di politica fiscale hanno costituito il contrappeso e il contraccambio di quelli di politica monetaria. Gli sforzi sostenuti dai paesi membri dell'Unione economica e monetaria per il consolidamento fiscale e le riforme strutturali sono, infatti, cruciali per affrontare la crisi attuale e, soprattutto, per creare le condizioni per una ripresa del processo di crescita economica, di creazione di posti di lavoro, e per un miglioramento della competitività dei paesi europei.

In quest'ottica si colloca il Trattato sulla stabilità, coordinamento e *governance* nell'Unione economica e monetaria, noto anche come Fiscal Compact (accordo fiscale). Quest'ultimo è un accordo di diritto internazionale sottoscritto il 2 marzo 2012 da 25 dei 27 Stati membri, ad eccezione cioè del Regno Unito e della Repubblica Ceca, che detta una disciplina di bilancio. Entrerà in vigore il 1 gennaio 2013.

Nello specifico, il nuovo trattato prevede a) l'inserimento in Costituzione dell'obbligo di perseguire il

---

<sup>22</sup> Il mercato interbancario è un mercato i cui operatori sono le banche e nel quale le banche con eccesso di liquidità prestano risorse finanziarie alle banche in difetto di liquidità.

<sup>23</sup> Per maggiori informazioni sull'EFSF e sull'ESM si veda: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>



pareggio di bilancio; b) l'obbligo per tutti i paesi di non superare la soglia di deficit strutturale superiore allo 0,5% (e superiore all'1% per i paesi con debito pubblico inferiore al 60% del PIL). Qualora si constatino deviazioni significative da tale obiettivo, o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo, sarà attivato automaticamente un meccanismo di correzione. Il meccanismo include l'obbligo di attuare misure adeguate in un periodo definito; c) una significativa riduzione del debito al ritmo di un ventesimo (5%) all'anno, fino al rapporto del 60% sul PIL nell'arco di un ventennio.

Il Fiscal Compact prevede anche il coordinamento delle politiche economiche e la loro convergenza: le parti contraenti devono comunicare i rispettivi piani di emissione del debito pubblico e assicurare che le grandi riforme di politica economica siano discusse preventivamente e, ove appropriato, coordinate tra loro. Tuttavia, il suo successo dipenderà in misura fondamentale dalla misura in cui i singoli paesi ne faranno proprio lo spirito e dal rigore con cui sarà applicato.<sup>24</sup>

Lo scopo di questo nuovo trattato è chiaro e mira a far coesistere una politica monetaria condotta a livello sovranazionale, con politiche di bilancio, finanziarie e strutturali che restano invece di competenza per lo più dei singoli Stati. Una politica monetaria orientata verso la stabilità finanziaria non è quindi da sola sufficiente a garantire il corretto funzionamento dell'UEM e deve essere accompagnata da politiche adeguate in altri ambiti.

\*Professor Giorgio Calcagnini

Dipartimento di Economia – Università degli Studi di Urbino Carlo Bo

---

<sup>24</sup> Si veda BANCA CENTRALE EUROPEA (2012).