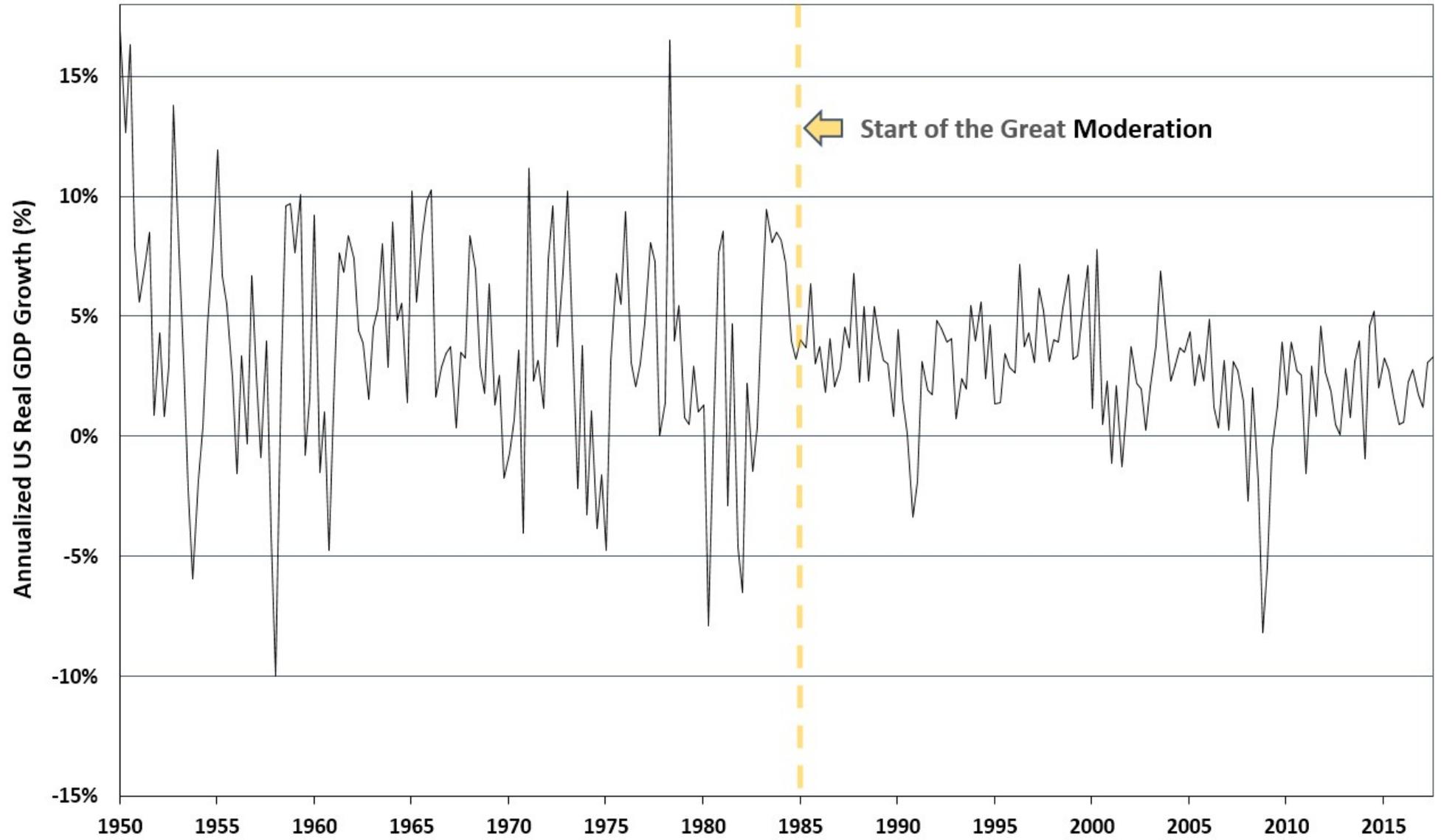


Il contesto internazionale

- **Contesto prima della crisi:**
- *Great moderation*, globalizzazione, finanziarizzazione, liberalizzazioni, instabilità, crisi finanziarie, *global imbalances*
- Glass-Steagall Act abrogato nel 1999 da maggioranza repubblicana in congresso (presidenza Clinton)
- **Politica monetaria** negli USA: molto **accomodante** nel corso degli anni 2000
 - Nel 2003-04 dopo lo scoppio della bolla della *New Economy* nel 2001-02 e relativa recessione, i tassi sui Fed funds scendono all'1%
- Forte crescita del **credito al consumo** e degli acquisti di **immobili** (prezzi delle case aumentati non solo negli USA, ma anche in UK, Irlanda, Spagna)



La bolla immobiliare

- I **debitori subprime** (oltre 1/5 dei mutui concessi nel 2004-07) hanno un merito di credito assai contenuto, a causa dell'elevato rischio di insolvenza;
- I mutui venivano poi **cartolarizzati** e si propagavano per il sistema bancario (mortgage backed securities, sottospecie delle asset backed securities, ABS). Mutui concessi dalle banche non con capitale proprio ma con capitali presi a prestito (**leva finanziaria** elevata)
- Fin quando il prezzo delle case continuava a salire, le banche entravano in possesso di immobili di valore più elevato rispetto a qualche tempo prima, realizzando dei guadagni anche in caso di insolvenza
- Dopo il **cambiamento di politica monetaria** (rialzo dei tassi di interesse della Fed a partire dal 2005-06): aumento delle **insolvenze** nel mercato dei **mutui sub-prime**
 - Quando il prezzo delle case ha iniziato a diminuire e le insolvenze sono aumentate, **la bolla immobiliare è scoppiata** ed il problema si è riversato sui bilanci delle banche
- In breve tempo la crisi ha **contagiato** l'intero sistema finanziario internazionale.

Prime difficoltà delle banche

- All'inizio di agosto 2007, **forte aumento dei tassi di interesse** nei mercati **interbancari**: chiaro segnale di sfiducia tra gli operatori per l'aumento del rischio di controparte.
- **Prime banche in difficoltà**:
 - alcune banche (come Bear Stearns già nel luglio 2007) dichiarano forti perdite di valore dei fondi legati al mercato immobiliare;
 - 9 agosto 2007: annuncio del gruppo bancario Bnp relativo al congelamento di tre fondi di investimento (legati al mercato USA dei mutui sub-prime);
 - Settembre 2007: crisi nel Regno Unito della Northern Rock;
 - Perdite annunciate da grandi gruppi come UBS, Citygroup e Merrill Lynch;
 - Febbraio 2008, salvataggio della Northern Rock da parte del governo inglese (a seguito della "corsa agli sportelli").
- Nelle fasi iniziali l'intervento di **governi e banche centrali** ha garantito il "salvataggio" nei casi di insolvenza, assicurando una certa stabilità al sistema, facendo valere il principio **too big to fail**
 - evitare il fallimento di istituzioni finanziarie di così grandi dimensioni che altrimenti determinerebbe "crisi sistemiche"

L'esplosione della crisi

- Settembre 2008: **fallimento di Lehman Brothers**
 - Società specializzata nell'investment banking (fondata a metà '800);
 - decisione dei policymaker di **non procedere al salvataggio**, mentre poco prima vi era stato il commissariamento di Fannie Mae e Freddie Mac (colossi del credito ipotecario) e poco dopo la "nazionalizzazione" di AIG (gigantesco istituto assicurativo).
- La **fiducia** tra gli operatori è **crollata** a tutti i livelli, con preoccupanti effetti di **contagio** → arresto degli scambi sui mercati interbancari
 - In fasi di forte instabilità gli agenti **perdono la fiducia nelle controparti** e ciò si è verificato anche nel caso dei rapporti di credito e debito tra le stesse banche, con **aumenti dei tassi d'interesse nel mercato interbancario**.
- Rovinose **cadute sulle borse** mondiali
 - I mercati borsistici hanno subito pesanti perdite (fino a 2/3 dai massimi precedenti), seguendo poi andamenti altalenanti dovuti all'elevata incertezza, ma con una prevalente tendenza al rialzo a partire da marzo 2009 (tranne l'Eurozona)
- "Ristagno della liquidità" che ha dato luogo ad un fenomeno di restrizione del credito da parte delle banche (**credit crunch**), con successive conseguenze reali

La propagazione della crisi

I canali attraverso cui la crisi finanziaria è divenuta **crisi dell'economia reale** sono diversi:

- I. **Credit crunch:** le imprese riscontrano crescenti difficoltà a farsi concedere (o confermare) prestiti dalle banche → blocco degli investimenti, carenza di liquidità per gestione corrente
- II. **Effetti ricchezza** negativi: azioni e obbligazioni perdono valore, riducendo la ricchezza reale e quindi i consumi
- III. **Effetti aspettative:** in un clima di incertezza le aspettative entrano in un circolo perverso di sospensione degli acquisti
- IV. **Preferenza per la liquidità:** avversione al rischio insieme ad aspettative rendono denaro liquido preferibile
- V. **Contrazione del commercio** mondiale: contrazioni della domanda si propagano attraverso tutti i paesi generando effetti amplificati a livello globale

La Grande Recessione

- **Recessione economica** (estesa a tutta la prima metà del 2009), con drastica riduzione della **produzione industriale** e del **PIL**
 - soprattutto nei grandi paesi esportatori (Giappone, Germania, Italia); oltre a UK, Irlanda (e, al di fuori dell'UE, in Russia) per via di contrazione del **commercio internazionale**;
 - Cina e India hanno invece subito solo una lieve decelerazione nella crescita;
- **Deflazione**, dopo l'elevata inflazione di metà 2008
 - Livello dei prezzi in diminuzione in alcuni paesi (per diversi mesi del 2009)
- **Effetti più o meno ritardati sul mercato del lavoro**
 - **Disoccupazione** aumentata quasi ovunque, ma con **differenti risposte** nel mercato del lavoro
 - Nei paesi più **flessibili** (USA, UK, Irlanda, Spagna): forti aumenti immediati
 - Raddoppio negli USA, fin quasi il 10%; valori molto elevati in Spagna, Irlanda, paesi baltici
 - Aumento **minore** – o ritardato – nei paesi con meccanismi di flessibilità “interna” (aggiustamento dell'orario di lavoro e **labour-hoarding**) e/o ammortizzatori sociali (come la **CIG** in Italia); nullo in Germania
 - Aumento più contenuto in presenza di reazione dell'offerta di lavoro (fenomeno dei **lavoratori scoraggiati**). Ma rischi di **persistenza** e di **disoccupazione strutturale**

Risposte di politica economica alla crisi

- La **Grande Recessione** è stata subito confrontata con la **Grande Depressione** degli anni '30 → una caduta così intensa e generalizzata dell'attività produttiva non si riscontrava nel mondo da circa otto decenni
- Le analisi comparate evidenziano che per intensità e rapidità della caduta – non solo degli indici azionari ma anche di attività reali e commercio – la crisi recente è stata **più grave** rispetto a quella degli anni '30 ma anche la ripresa è stata più rapida: già dalla seconda metà del 2009
- La **risposta di politica economica** è stata nel **piuttosto pronta** sul piano monetario e fiscale (senza ripetere errori come il protezionismo)
 - L'**intervento pubblico** ha tamponato gli effetti recessivi, anche se a costo di un enorme aumento della **liquidità** da parte delle banche centrali e forti incrementi dei **deficit e debiti pubblici**
 - **Solo nell'Eurozona**, a causa della successiva crisi dei debiti sovrani, la crisi economico-finanziaria si è trascinata fino al 2014, con ripetute o continue recessioni, in uno scenario di sostanziale **stagnazione**
- Tipi di **risposta**: 1. Salvataggi bancari 2. Politiche monetarie accomodanti ed operazioni non convenzionali 3. Stimoli fiscali 4. Tentativi di riforma del sistema finanziario internazionale (ad es. nell'ambito del G-20) 5. Risposte (in particolare dell'UE e della Bce) alla crisi dei debiti sovrani

I salvataggi bancari

- **Sostegni alle banche:** un primo tipo di intervento è consistito in **salvataggi bancari**, con immissioni dirette di denaro pubblico nei bilanci delle banche.
 - In alcuni casi, di maggiore gravità, si è proceduto con la **nazionalizzazione** (ad es. Northern Rock in UK); in altri casi ancora, ci sono state **garanzie statali** dei depositi bancari.
- **Il piano Paulson** (segretario al Tesoro di Bush, ottobre 2008)
 - Il Piano “TARP” (Trouble Asset Relief Program) prevedeva un esborso iniziale attorno ai 700 mld. di dollari (in aggiunta a 150 mld. di tagli fiscali); acquisto da parte del Tesoro dei “titoli spazzatura” dalle banche e dalle società finanziarie.
 - Fino al 2011, il costo complessivo per i salvataggi bancari era pari a 4700 mld. euro (i $\frac{3}{4}$ per USA e UK).
- **Altri paesi:**
 - Salvataggi bancari (nel complesso dell’UE oltre 1200 miliardi, circa 10% del Pil), in gran parte come **garanzie**, poi **ricapitalizzazioni o linee di credito**
 - In UK, Northern Rock (poi anche Royal Bank of Scotland ed altre),
 - Belgio, Olanda, Lussemburgo e Francia: gruppi bancari Dexia e Fortis,
 - In Germania, nazionalizzata l’ Hypo Real Estate (colosso dei mutui ipotecari tedeschi) ed altre tre banche.
 - Successivi interventi in **Irlanda** (15% del suo Pil), **Spagna**, **Cipro**. Pochi in **Italia**:
 - **Tremonti Bond**, introdotti nel febbraio 2009: obbligazioni bancarie speciali, emesse dagli istituti di credito quotati e sottoscritte dal Ministero dell’economia; lo stanziamento previsto era di 10-12 mld. di euro, ma hanno avuto scarso successo (forse per i tassi d’interesse relativamente alti, del 7,5-8,5%).

La politica monetaria

- Sempre più **accomodante**, con **tassi di interesse nominali** di riferimento quasi **azzerati** (negli Stati Uniti), o attestati su valori molto bassi, mentre i tassi reali sono divenuti negativi
 - L'8 ottobre 2008 annuncio di un **taglio simultaneo** dei tassi ufficiali, di sei tra le maggiori banche centrali del mondo.
 - A metà 2009, la Federal Reserve, la Bank of Japan, la Bank of England, la Bank of Canada, la Sveriges Riksbank e la Banca Nazionale Svizzera avevano abbassato i propri tassi fino a valori **prossimi allo zero**.
 - **All'1% la BCE** (dal maggio 2009). Poi rialzi temporanei verso la metà del 2011 (fino a 1,5%), allo **0,05%** solo dal novembre 2014.
- Aumento della quantità di moneta messa a disposizione dei mercati dalle banche centrali (**quantitative easing**),
 - operazioni addizionali di mercato aperto ordinarie (e successivamente straordinarie)
 - utili quando i tassi d'interesse sono vicini allo zero (trappola della liquidità).
- **Misure non convenzionali adottate dalla BCE:**
 - Operazioni di rifinanziamento a tasso fisso e quantità illimitate; ampliamento dei "collaterali" accettati come garanzia; LTRO, ecc.
 - acquisto di titoli sovrani sul mercato secondario: SMP e OMT; ora QE.

Gli stimoli fiscali

- Man mano che la crisi si propagava all'economia reale (nel corso del 2009) i governi sono intervenuti con pacchetti di **stimolo fiscale**.
 - **Interventi di entità diversa** a seconda della gravità dei problemi e delle possibilità di indebitamento delle amministrazioni pubbliche.
 - Stimoli fiscali pari a quasi il 2% del pil negli USA (oltre 800 mld. di dollari il pacchetto di Obama), l'1,5% in UK e Germania, 0,5% in Francia (**trascurabili in Italia**).
- I **conti pubblici** sono peggiorati ovunque: direttamente per i **salvataggi bancari**, per la recessione (calo del pil) e gli **stabilizzatori automatici** ed anche per i pacchetti di **stimolo fiscale** discrezionali.
- Peggioramento dei **rapporti deficit/pil**:
 - Nell'Eurozona dal -0,7% del 2007 al -6,3% nel 2009, con punte di oltre il -10% in Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo (ed anche nel Regno Unito). In confronto, negli USA dal -2,8% al -11,9% nello stesso biennio.
- Forte aumento anche nei rapporti **debito/pil**:
 - Nell'Eurozona dal 66,4% del 2007 al 92,9% del 2012 (punte ben oltre il 100% in Grecia, Italia, Irlanda, Portogallo e Belgio).
 - Incrementi sensibili anche in Regno Unito, in Spagna, in Francia e nella stessa Germania.

La crisi dei debiti sovrani

- Aumento generalizzato dei disavanzi pubblici nel 2008-09
- Problemi specifici in **Grecia**: conti truccati e finanza creativa → Nell'ottobre 2009 il nuovo governo greco rivela che il vero disavanzo era del 12% sul PIL, il doppio di quello prima annunciato (poi ulteriormente alzato da Eurostat al 15,7%)
- **Reazione dei mercati**: incremento dello **spread** rispetto ai bund tedeschi, prima in Grecia, poi negli altri periferici (i PIIGS):
 - cresciute anche le probabilità di default, come dedotte dai **credit default swaps**, **declassamenti progressivi delle agenzie di rating** (Fitch, Moody's e Standard & Poor's)
- La più grave crisi dell'euro (da quando c'è la moneta unica) dovuta anche al fatto che i risparmiatori non sono sempre in grado di **valutare il rischio**.
 - Dopo una lunga sotto-valutazione, c'è stata una **iper-reazione**
- Inizio del **contagio**: anche a causa di **inadeguate**, incerte o tardive **risposte** di politica economica, soprattutto all'interno dell'UE
- Rischio di **default** (interrelato con i fallimenti bancari) e nuovo rischio di **ridenominazione** valutaria (uscita dall'euro con svalutazione di singoli paesi o disintegrazione dell'unione monetaria).
 - Nel caso dei **titoli italiani**, il differenziale rispetto ai bund tedeschi, che era stato in media di 24 punti base (cioè 0,24%) nel periodo 1999-2005, è risalito a 160 punti base nel gennaio 2009, nel pieno della tempesta finanziaria, e di nuovo **fino a valori di 200 punti base** nel corso del 2010.
 - Nel 1992, per confronto, un simile spread aveva raggiunto i 769 punti base (comprendeva anche le aspettative di svalutazione).

La risposta dell'UE: *too little too late*

- **Intervenire o no? Salvataggio** all'inizio escluso per motivi:
 - **giuridici**: salvataggio esplicito **escluso** dal Trattato di Maastricht (principio *no bail out*);
 - **economici**: **azzardo morale**, ossia incentivo a tenere comportamenti fiscalmente irresponsabili;
 - **politici**: paesi core vs. paesi periferici
- Dopo i primi annunci di intervento a favore della Grecia (febbraio 2010), tentennamenti tedeschi per motivi politici interni
- **Ma elevati costi del non-intervento**
 - **Rischi di contagio** ed effetto domino (a causa dell'elevata integrazione finanziaria, forte esposizione delle banche di altri paesi, diffusione della sfiducia)
 - Rischio di **crollò finale dell'eurozona**
 - Problemi per l'eventuale aiuto di grandi paesi come Italia e Spagna, **too big to fail** ma anche **too big to bail out**
- **Intervenire? Come?**
 - Grandi **incertezze ed errori di comunicazione** (con segnali contraddittori) specie da parte di alcuni governi, in primis quello tedesco, hanno fatto peggiorare le aspettative dei mercati

L'intervento iniziale dell'UE

- Ai primi di **maggio 2010**, decisione UE per un piano triennale di **salvataggio della Grecia** da 110 mld. di euro (di cui 30 mld. del FMI).
 - **Prestiti bilaterali** concessi ad un tasso del 5% e condizionati ad un piano di consolidamento fiscale e di riforme strutturali
 - La **BCE** ha sospeso l'applicazione della soglia minima di rating, quale requisito di idoneità per il **collaterale** nelle operazioni di credito
- Dopo che la speculazione si diresse verso gli altri PIIGS, il **9 maggio** il Consiglio UE decise un **maxi piano di salvataggio** da 750 mld. euro.
- Si decise di costituire un **Fondo per la stabilità finanziaria (EFSF)**, di durata triennale, destinato a tutti i membri dell'Eurozona in difficoltà, previo uno stretto controllo del risanamento dei conti, da parte della **troika** (BCE, Commissione europea, FMI):
 - il fondo EFSF poteva concedere **prestiti** (a tassi di interesse agevolati, attorno al 5%) per un importo complessivo pari a 440 mld. di euro;
 - più 60 mld. messi a disposizione dalla Commissione UE (attraverso l'European Financial Stability Mechanism, EFSM) e 250 mld. del FMI;
 - Nel 2012 questi due fondi confluiscono nel **Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)**
- Contemporanea **decisione della BCE di acquistare titoli** dei paesi dell'Eurozona sul mercato secondario (il piano **SMP**).

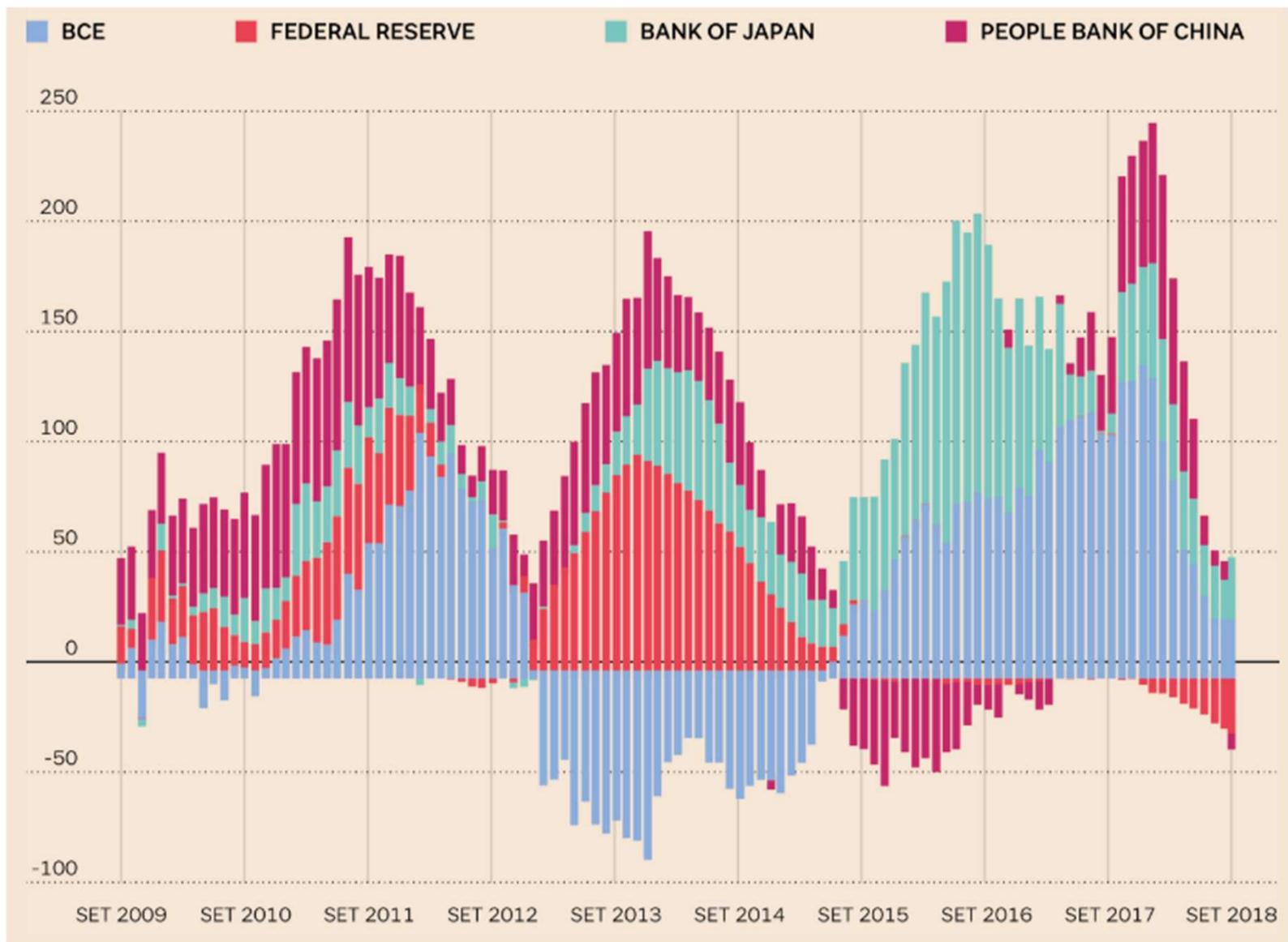
Le successive ondate speculative

- La **seconda** ondata speculativa risale a **fine 2010/inizio 2011**, coinvolgendo prima l'**Irlanda**, poi il **Portogallo**
 - L'Irlanda ha visto la **crisi bancaria** trasformarsi in una crisi del debito: in precedenza alle banche era stata accordata piena garanzia pubblica; tre banche (Anglo Irish, Irish Nationwide, Ebs) sono state nazionalizzate. Il disavanzo nel 2010 è così salito al 31% del PIL; il debito pubblico dal 25% del PIL (2007) ha superato il 100% (2011).
 - Ulteriori **ampliamenti degli spread** (fino a 1100 punti) e **dei cds**.
 - Dopo alcune indecisioni il governo irlandese ha deciso di **ricorrere al fondo EFSF**, (novembre 2010); aiuto complessivo di 85 mld. di euro (inclusa la quota del FMI, EFSM e prestiti bilaterali) → Spread decrescenti e uscita dal programma di aiuti a fine 2013
 - Dopo Grecia e Irlanda, il paese successivo "salvato" è stato il **Portogallo** (aiuto finanziario di 78 mld. nell'aprile-maggio 2011) → Uscita dal programma a maggio 2014
- La **terza** ondata si è estesa nell'**estate 2011** a **Spagna** e, più ancora, **Italia** (con spread peggiori per noi da agosto 2011 a febbraio 2012)
 - La **manovra** di luglio rimandava il pareggio di bilancio al 2014; problemi politici (dissidi nel governo Berlusconi); nuova manovra proposta in agosto (dopo la **lettera congiunta** di BCE e Banca d'Italia), ma più volte cambiata; diventata legge a settembre, ma ancora insufficiente
 - Dopo il G-20 di Cannes (fine ottobre), ispettori del FMI inviati in Italia
 - **Spread** salito da 200 (della primavera) a 400 in agosto, fino ad un massimo di **575 punti** sui titoli decennali a novembre, ossia rendimenti del 7% (650 punti sui titoli a 5 anni e 700 punti sui biennali...!)
 - Nuovo Governo Monti e manovra "salva Italia" di dicembre

La risposta della BCE alla crisi

- La BCE decide di non tagliare immediatamente i tassi di riferimento
 - Vuole preservare credibilità, quindi predilige obiettivo di stabilità dei prezzi
- Prima misura in risposta alla crisi è applicazione di un tasso fisso alle operazioni di rifinanziamento di un tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo
- Successivamente abbassa i tassi all'1% nella primavera del 2009, poi nel 2012-2014 fino allo 0,05% e fino allo 0% nel marzo 2016
 - Tasso di deposito overnight viene tagliato fino al -0,40% tra 2014 e 2016 per spingere le banche a fornire surplus di liquidità ad altre banche, a privati o a investirli in titoli di Stato





Operazioni non convenzionali (I)

- Dallo scoppio della crisi dei debiti sovrani BCE inizia politiche non convenzionali
- Securities Market Program (2010-2012): acquisto di titoli di stato nel mercato secondario, con contemporanea sterilizzazione
 - Misura adottata in favore di PIIGS per frenare l'aumento dello spread
- Long term refinancing operations (dicembre 2011 e febbraio 2012): rifinanziamenti a lungo termine a 36 mesi e tasso fisso dell'1%
 - Assegnati circa 1000 miliardi di euro a favore di 520 e 800 banche con l'obiettivo di contrastare il **credit crunch**, con scarso successo dato che molte banche hanno usato questa liquidità per ristrutturare il proprio capitale

Operazioni non convenzionali (II)

- Outright monetary transactions (settembre 2012): acquisti di titoli pubblici fino a 3 anni sul mercato secondario, con sterilizzazione, condizionali alla firma di un memorandum di intesa che includa misure di aggiustamento, ma senza importi predeterminati («do whatever it takes to preserve the euro»)
- Forward guidance (luglio 2013): strategia di comunicazione esplicita volta ad influenzare le aspettative e migliorare la fiducia del mercato
- Targeted longer-term refinancing operations (2014-2016): rifinanziamenti a lungo termine finalizzati alla concessione di prestiti a famiglie e imprese
 - 2 anni prorogabili a 4 se liquidità veniva effettivamente erogata a famiglie e imprese, con un tasso tra 0,05% e -0,40%
- Acquisti di Asset Backed Securities e di covered bonds (2014-2015): ABS sono derivati che inglobano cartolarizzazioni di prestiti bancari e CB sono obbligazioni bancarie garantite da mutui

Quantitative easing

- Noto anche come Expanded Asset Purchase Program (APP), prevede l'acquisto di titoli pubblici e privati sul mercato secondario fino a quando il tasso di inflazione dell'Eurozona non fosse tornato vicino al 2% (a differenza di OMT e SMP non c'è sterilizzazione)
- Acquisti tra 60 e 80 mld. al mese tra marzo 2015 e dicembre 2017, poi 30 (gennaio 2018), 15 (settembre 2018), e conclusi nel gennaio 2019
 - Con reinvestimento delle somme corrisposte dai titoli che giungono a scadenza → Per i primi 10 mesi del 2019 gli acquisti nell'ambito dell'APP sono stati effettuati esclusivamente al fine di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza
 - A settembre 2019 il Consiglio ha annunciato la decisione di riprendere gli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal 1° novembre 2019, fino a quando necessario a rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento
 - A marzo 2020 in risposta al deterioramento delle prospettive di crescita delle economie a livello globale e dell'area dell'euro dovuto alla pandemia, e al fine di garantire condizioni di finanziamento favorevoli all'economia reale agli acquisti netti in corso è stata affiancata una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 mld di euro per ulteriori acquisti di titoli sino alla fine dell'anno
 - A partire dal 26 marzo 2020, di un nuovo programma, a carattere temporaneo, denominato Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), con l'obiettivo di contrastare i gravi e crescenti rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e per le prospettive di crescita derivanti dalla diffusione del coronavirus (COVID-19). Il PEPP prevede acquisti aggiuntivi di titoli pubblici e privati per complessivi 750 miliardi fino alla conclusione della fase critica del coronavirus (COVID-19), e in ogni caso per tutto il 2020 → vari aggiornamenti, ultimo stabilisce che il programma continuerà almeno fino al marzo 2022

Quantitative easing (2015-2019)

- Principalmente acquistati titoli di stato (92% a carico di banche centrali), ma anche attività finanziarie emesse da istituzioni europee (BEI e ESM), titoli emessi da enti locali e regionali, covered bonds e ABS, e da giugno 2016 anche titoli di società private o pubbliche non bancarie (Corporate Sector Purchase Programme)
- Acquisti complessivi per 2500 mld. di euro ripartiti in base alla capital key (quota di ogni paese nel capitale della BCE)
- La BCE si è accollata il 20% del rischio (8% su titoli di stato e 12% su agenzie europee), mentre l'80% sopportato da banche centrali nazionali

Potenziali effetti del QE

- Aumento della quantità di moneta può avere effetti più o meno rilevanti a seconda delle caratteristiche dell'economia
- Può ridurre il razionamento del credito e favorire investimenti di imprese e famiglie
- Può influenzare le aspettative sul tasso di interesse e sul tasso di inflazione, con un ulteriore incentivo agli investimenti e una crescita del reddito nominale
- I possibili ostacoli sono rappresentati da una bassa domanda di credito bancario → può aumentare il rischio sistemico di concedere prestiti troppo rischiosi

Effetti del QE nell'Eurozona

- Nel caso dell'Eurozona, il canale di trasmissione più immediato all'economia reale è stato il deprezzamento del cambio
 - Effetti positivi sulla competitività delle esportazioni
- I rendimenti dei titoli di stato sono ulteriormente scesi, stabilizzando i mercati finanziari
 - Il conseguente incremento dei prezzi ha rafforzato il patrimonio delle banche
- Recenti stime hanno mostrato che sia la crescita del PIL che l'inflazione sarebbe stata più bassa senza QE
- Critiche «a destra»: alleviare disciplina di mercato può incentivare scelte di minor disciplina di governi in difficoltà strutturale
- Critiche «a sinistra»: regola del capital key favorisce economie più grandi riducendo i benefici per paesi periferici
- In molti paesi (tra cui l'Italia) la concessione di credito è stata ostacolata dalla situazione patrimoniale delle banche, a causa dell'entità di crediti deteriorati

Conseguenze della politica monetaria BCE

- In particolare sotto la presidenza Draghi (da novembre 2011) la BCE si è adoperata per evitare gli effetti «catastrofici» della crisi finanziaria (e.g. implosione dell'area euro)
- Obiettivo che è stato perseguito con successo, in particolare grazie a OMT (e la dichiarazione di Draghi) e QE
- Gli effetti della politica monetaria sull'economia reale sono stati invece trascurabili
 - Titubanza iniziale e contemporanee misure di austerità hanno minato fiducia e depresso la domanda
 - La liquidità immessa sembra non arrivare ai destinatari finali

E la politica fiscale?

- Riforme del PSC → stabilire regole per rientro da debiti pubblici elevati
- Fiscal compact → inserimento del pareggio di bilancio in norma di rango costituzionale
- Semestre europeo + «two-pack» (per paesi Eurozona) → programmazione di stabilità e riforme con controllo di Commissione
- Tutte regole orientate verso un controllo più stringente dei conti pubblici → contrasto speculazione, controllo di comportamenti opportunistici, idea di «austerità espansiva»
 - effetti «non-keynesiani» di politiche di rigore fiscale comportano miglioramento delle aspettative e crescita nel medio periodo se moltiplicatore fiscale è inferiore all'unità e gli agenti economici reagiscono in maniera razionale
- Rigore fiscale non ha avuto effetti espansivi e ha innescato un circolo vizioso che ha reso queste politiche *self-defeating* ($\uparrow D/Y$ e $\uparrow B/Y$ per $\downarrow Y$)
 - Ipotesi di Reinhart e Rogoff sul nesso tra elevati debiti pubblici e bassa crescita sono ribaltati nel breve periodo
 - FMI ha riconosciuto che in recessione i moltiplicatori fiscali possono assumere valori molto elevati → prevalgono effetti «keynesiani»
- Abbiamo visto come fondi strutturali hanno un peso relativo (ad es. programmazione 2014-2020 31mld € per Italia, 2% del PIL 2020!)

L'impatto economico-sociale della doppia crisi

- Interventi di politica monetaria (in particolare OMT) e consolidamento di politica fiscale hanno contenuto i rischi relativi all'implosione dell'area Euro
- Non si può dire che abbiano avuto successo nel far ripartire l'economia!
- I tassi di disoccupazione sono rimasti persistenti in molti paesi dell'area Euro – fenomeno vero in particolar modo per la disoccupazione giovanile
- In Italia disoccupazione giovanile ha toccato punte superiori al 40% (era intorno al 20% nel 2007), per poi assestarsi sopra al 30%
- Circa un giovane su quattro è «NEET» (senza occupazione e non inserito in percorsi scolastici o di formazione) il che alimenta frustrazione, scontento e malessere sociale

L'impatto economico-sociale della doppia crisi

- I tagli di alcuni settori della spesa pubblica hanno causato un incremento delle disuguaglianze e un rallentamento della mobilità sociale
- Gli indici di povertà sono aumentati mostrando segni di persistenza – in Italia ci sono tra i cinque e i sei milioni di persone che affrontano una «grave deprivazione materiale» (tra 8% e 10% della popolazione, in Germania è 3%, in Francia il 5%, in Spagna il 5%)
- Anche il livello di benessere e le condizioni di vita della classe media sono in peggioramento
- Tutto questo senza prendere in considerazione le conseguenze economiche della pandemia

L'impatto economico-sociale della doppia crisi

- Nella fase di ripresa (2014-2018) l'Eurozona è cresciuta a ritmi più blandi rispetto agli USA, con fenomeni di divergenza:
 - tra Germania e paesi periferici;
 - tra gli stessi PIIGS (Irlanda e Spagna si sono ripresi per primi, seguiti dal Portogallo; Grecia e Italia ancora al palo)
- Italia e Grecia hanno mostrato output gap negativi per l'ultimo decennio → indicazione di carenza di domanda aggregata
 - In più isteresi di disoccupazione e metodo di calcolo UE sovrastimano i disavanzi strutturali richiedendo interventi correttivi più intensi

L'impatto economico-sociale della doppia crisi

- Governance EU ha insistito molto su necessità di riforme strutturali, ma sorgono perplessità:
 - Piuttosto che ulteriori liberalizzazioni potrebbe essere il momento di elaborare una politica industriale pro-attiva
 - Privatizzazioni hanno mostrato risultati non sempre esaltanti per modi e risultati
- Gli investimenti pubblici si sono ridotti – in Italia la spesa per investimenti pubblici è scesa dal 3% a meno del 2% del PIL
- Gli investimenti fissi in Italia, Spagna, Portogallo sono crollati del 30% e solo negli anni recenti hanno mostrato qualche segno di risveglio
 - Rilanciarli potrebbe sostenere la domanda aggregata (soprattutto quella interna)
- La domanda estera è aumentata grazie all'aumento di produttività dato dalle «svalutazioni interne» (compressione dei salari) → conseguenze negative sui consumi

L'impatto economico-sociale della doppia crisi

- Gli investimenti privati sono stati sicuramente incentivati dalla politica monetaria accomodante degli ultimi anni
- Però in assenza di domanda e con aspettative negative investimenti non sono profittevoli e vengono rimandati
- In generale, si ritiene che la politica monetaria da sola non sia adeguata a rilanciare la crescita (e politica accomodante sta anche finendo) → necessità di accompagnarla a una politica fiscale espansiva
- Invece politiche di bilancio sono state orientate al consolidamento fiscale

Figura 1: Reddito pro capite nel 2018 (differenza % rispetto al 2000)

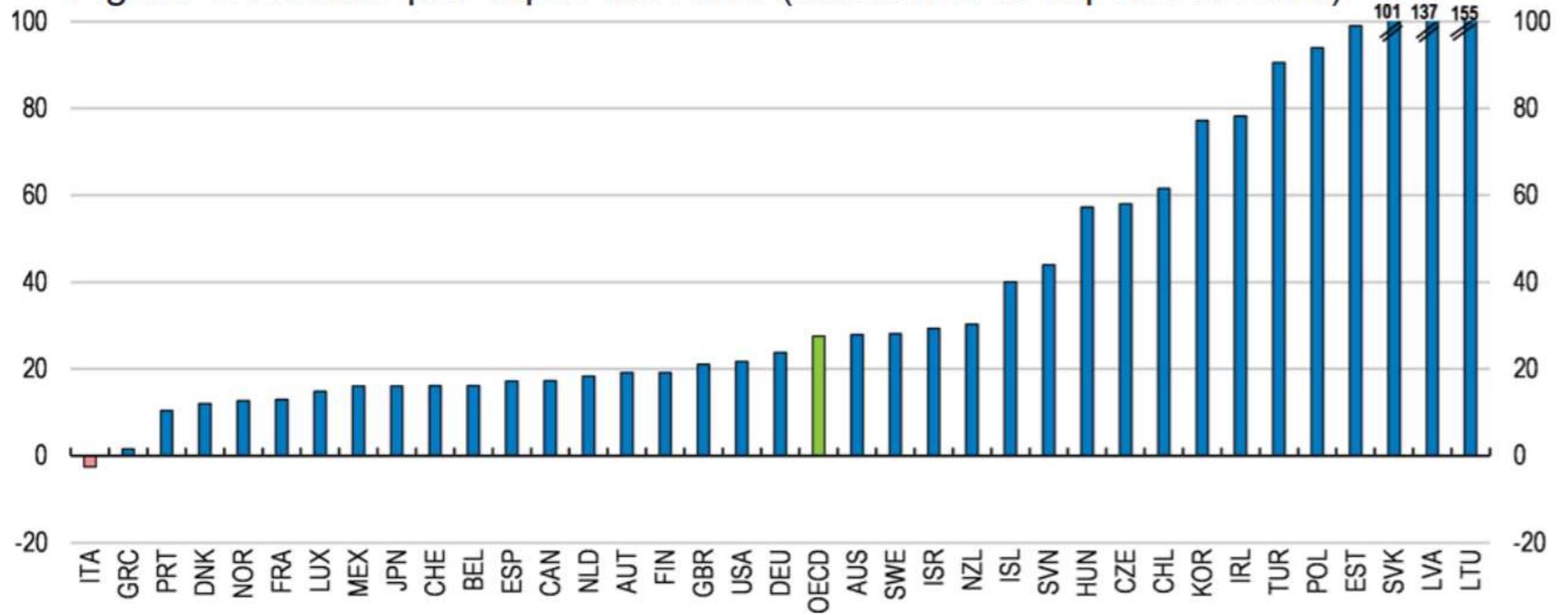


Figura 2: % della popolazione in condizioni di povertà assoluta

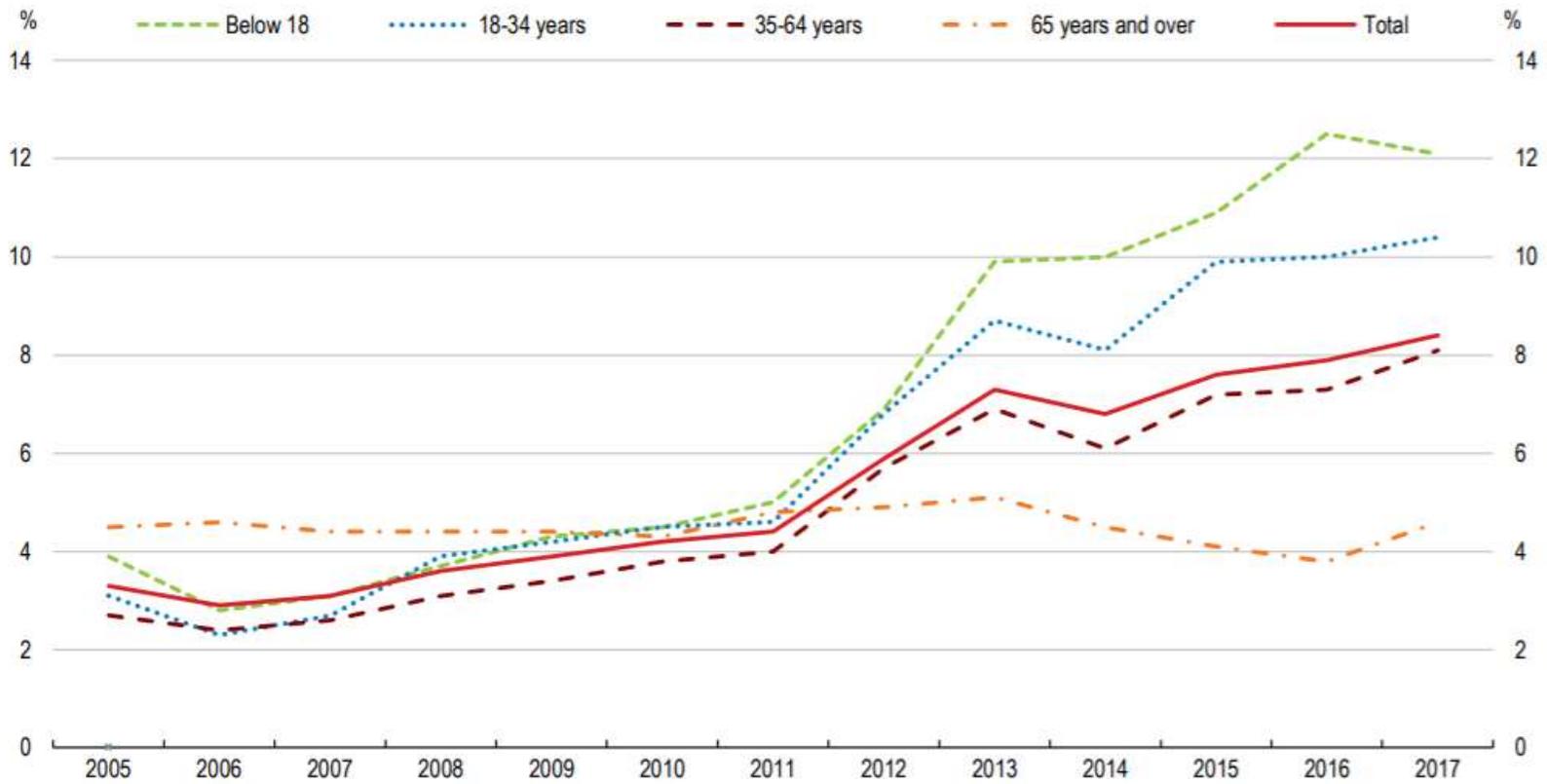




FIGURA 2. PIL E SPESA PER CONSUMI FINALI DELLE FAMIGLIE PER ABITANTE

Anno 2018, migliaia di euro correnti

