SCUOLA DOTTORALE ECONOMIA E METODI QUANTITATIVI

SEZIONE ECONOMIA POLITICA

XXIV CICLO

LA CRISI DEL DEBITO PUBBLICO:
IL CASO GRECO NEL CONTESTO EUROPEO

MANFREDI DE LEO

RELATORE: PROF. ROBERTO CICCONE

COORDINATORE: PROF. ATTILIO TREZZINI

– Questo Raro si occupava del lato economico delle imprese [di Cesare], e lei sa che è un lato che interessa poco ai nostri storici. Non hanno la più pallida idea di cosa sia una vendita a termine. Tutte cose che ritengono secondarie.

– Io non credo che nei diari siano segnate soltanto le quotazioni del grano, – risposi.

– E se così fosse? – domandò, e benché il suo viso rimanesse immobile come sempre, pure mi sembrò potervi leggere un certo divertimento.

– Allora anche da queste si capirà qualcosa, – ribattei rapido.

– Sì? – rispose lui.

Bertold Brecht, Gli affari del signor Giulio Cesare

Indice

INTRODUZIONE **6**

CAPITOLO I L'ECONOMIA GRECA **10**

1.1 CENNI DI STORIA DELL'ECONOMIA GRECA 10

1.1.1 La Grecia dal dopoguerra all'integrazione europea *10*

1.1.2 La crisi: declino e redistribuzione del reddito *15*

1.2 IL FENOMENO DELLA CRISI GRECA 18

1.2.1 L'incipit della crisi *18*

1.2.2 L'assistenza finanziaria *20*

1.2.3 Gli anni dell'austerità *22*

1.2.4 Le evoluzioni più recenti *31*

CAPITOLO II L'INTERPRETAZIONE TRADIZIONALE DELLA CRISI GRECA **34**

2.1 CRISI GRECA E SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO 34

2.1.1 L'interpretazione dei creditori istituzionali *34*

2.1.2 La nozione egemone di sostenibilità del debito pubblico e la politica fiscale europea *37*

2.2 LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO NEL CONTESTO TEORICO NEOCLASSICO 41

2.2.1 Un concetto diffuso di sostenibilità *41*

2.2.2 Il debito privato dal punto di vista del singolo individuo *42*

2.2.3 Il punto di vista del settore privato nel suo complesso *48*

2.2.4 Il concetto di sostenibilità del debito pubblico *53*

2.2.5 I limiti teorici *58*

2.2.6 I limiti del contenuto normativo *71*

2.3 LA MODERNA ANALISI DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO 75

2.3.1 Premessa ad un'analisi critica *75*

2.3.2 Le origini teoriche della 'condizione di stabilità' *77*

2.3.3 Il compromesso di Barro *82*

2.3.4 Le implicazioni normative del compromesso di Barro *85*

2.3.5 Il reddito nazionale come "collaterale" del debito pubblico 87

2.3.6 La seconda ipotesi di Barro e la "regola aurea"..... 90

2.3.7 Conclusioni 101

2.3.8 Appendice analitica: Una dimostrazione formale del nesso tra condizione di stabilità e analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico . 105

CAPITOLO III LE PREMESSE TEORICHE DI UNA INTERPRETAZIONE ALTERNATIVA... 111

3.1 IL TASSO DI INTERESSE NELLA TEORIA CLASSICA 111

3.1.1 Un punto di vista teorico alternativo all'analisi neoclassica..... 111

3.1.2 Il tasso dell'interesse negli economisti classici..... 112

3.1.3 La prospettiva marxiana 114

3.1.4 La coerenza dello schema marxiano 116

3.1.5 I contorni di un'analisi classica della crisi greca 120

3.2 LA NATURA ISTITUZIONALE DEL TASSO DELL'INTERESSE IN MARX 123

3.2.1 Il saggio medio dell'interesse..... 123

3.2.2 L'influenza di circostanze storico-istituzionali 126

3.2.3 L'approccio classico alla crisi greca 130

CAPITOLO IV LA POLITICA MONETARIA DEL DEBITO PUBBLICO 132

4.1 UN APPROCCIO ALTERNATIVO ALLA CRISI DEL DEBITO PUBBLICO 132

4.1.1 La centralità della politica monetaria..... 132

4.1.2 La struttura del modello standard 135

4.1.3 La centralità delle operazioni di mercato aperto..... 138

4.2 VERSO UN MODELLO EUROPEO 139

4.2.1 I primi tratti del modello europeo..... 139

4.2.2 La marginalizzazione dei titoli pubblici..... 141

4.3 LA POLITICA MONETARIA EUROPEA FINO AL 2008..... 145

4.3.1 I limiti all'affermazione del modello europeo 145

4.3.2 La convergenza al ribasso nei tassi di interesse..... 148

4.3.3 I presupposti per l'affermazione del modello europeo 155

CAPITOLO V LA SVOLTA NELLA POLITICA MONETARIA EUROPEA DEL 2008 161

5.1 I PRESUPPOSTI DELLA SVOLTA..... 161

5.1.1 Crisi finanziaria e carenza di liquidità 161

5.1.2 La risposta della banca centrale nel modello standard: il caso del Fed .. 164

5.1.3 La risposta dell'Eurosistema 167

5.2 DAL CONTESTO DI POLITICA MONETARIA AGLI *SPREAD*..... 173

5.2.1 Il carattere di persistenza della crisi di liquidità..... 173

5.2.2 La politica monetaria europea del debito pubblico 176
5.2.3 L'ampliamento degli spread in Europa 178
5.2.4 Gli spread tra titoli pubblici tedeschi e greci..... 181
5.3 LE CIRCOSTANZE STORICO-ISTITUZIONALI CHE GOVERNANO GLI *SPREAD* 184
5.3.1 Rapporti di forza tra settori finanziari nazionali..... 184
5.3.2 Il ruolo dell'autorità monetaria 190

CAPITOLO VI LA DIFESA DEL DEBITO PUBBLICO: IL CASO TEDESCO 194

6.1 IL SOSTEGNO DELL'AUTORITÀ MONETARIA AL DEBITO PUBBLICO 194
6.1.1 Le origini delle tecniche operative adottate dalla Bundesbank 194
6.1.2 I titoli pubblici tedeschi trattenuti all'emissione 196
6.1.3 Il coordinamento tra governo tedesco ed autorità monetaria 200
6.2 IL CONDIZIONAMENTO "INTERNO" DELLE DINAMICHE DI MERCATO 206
6.2.1 Il ruolo del settore creditizio in sede d'asta 206
6.2.2 La dialettica tra governo e sottoscrittori del debito pubblico 210
6.2.3 Elementi di un conflitto distributivo nei mercati finanziari..... 214
6.2.4 Le origini del condizionamento "interno" 219

CAPITOLO VII LA CRISI GRECA COME STATO DI ECCEZIONE..... 224

7.1 AUTORITÀ MONETARIA E DINAMICHE SPECULATIVE 224
7.1.1 Una premessa allo studio del caso greco..... 224
7.1.2 Il meccanismo speculativo delle vendite allo scoperto 226
7.1.3 L'efficacia delle vendite allo scoperto in generale 229
7.1.4 Le vendite allo scoperto di titoli pubblici 230
7.2 UNA ILLUSTRAZIONE DELLA STRATEGIA SPECULATIVA SUL DEBITO PUBBLICO GRECO 234
7.2.1 Il ruolo degli Operatori Primari 234
7.2.2 Il ruolo delle vendite allo scoperto 238
7.2.3 Il ruolo attivo dell'autorità monetaria 242
7.3 LO STATO DI ECCEZIONE IMPOSTO DALL'AUTORITÀ MONETARIA 247
7.3.1 L'estensione del periodo di regolamento..... 247
7.3.2 Le giustificazioni addotte dalla Banca di Grecia 250
7.3.3 Il dibattito tra la Banca di Grecia e il Parlamento Greco 253
7.4 GLI EFFETTI DELLA SPECULAZIONE SUI TITOLI PUBBLICI GRECI 257
7.4.1 L'inversione della curva dei rendimenti 257
7.4.2 Lo spread come rischio di deprezzamento..... 262
7.4.3 Il divieto delle vendite allo scoperto 265
7.5 LA GESTIONE DELLO STATO DI ECCEZIONE 269

7.5.1 L'anomalia dei titoli pubblici greci *269*

7.5.2 L'evoluzione della crisi greca ed il ruolo dell'Eurosistema *273*

CAPITOLO VIII LA POLITICA MONETARIA EUROPEA COME DISPOSITIVO DISCIPLINANTE 279

8.1 GESTIONE DEGLI *SPREAD* E NUOVO ASSETTO ISTITUZIONALE EUROPEO 279

8.1.1 Il significato del caso greco nel contesto europeo *279*

8.1.2 Lo spazio per il principio di condizionalità *281*

8.1.3 Principio di condizionalità e tensioni distributive *282*

8.2 EUROPA 2020 287

8.2.1 Un rafforzamento del governo europeo *287*

8.2.2 Il nuovo perimetro della politica economica europea *289*

8.2.3 Dalle regole alla disciplina *294*

8.2.4 Il meccanismo europeo dell'instabilità finanziaria *297*

8.3 LE CONDIZIONI DELLA STABILITÀ FINANZIARIA 299

8.3.1 Il Greek Loan Facility come strumento di controllo della stabilità finanziaria *299*

8.3.2 Il Meccanismo Europeo di Stabilità *303*

8.3.3 Il Securities Market Programme e l'intervento diretto sui mercati *310*

8.3.4 Le Transazioni Monetarie Definitive ed il controllo degli spread *314*

8.4 LA DISCIPLINA EUROPEA 318

8.4.1 La politica monetaria come dispositivo disciplinante *318*

8.4.2 L'esempio greco *320*

CAPITOLO IX CONCLUSIONI 324

9.1 CRITICA DELL'INTERPRETAZIONE TRADIZIONALE DELLA CRISI GRECA 324

9.2 LA CRISI COME DISCONTINUITÀ NEL GOVERNO DELL'ECONOMIA 329

BIBLIOGRAFIA 339

FONTI STATISTICHE 358

Introduzione

Al centro di questa ricerca vi è la crisi che ha investito l'economia greca a partire dal 2009. Si tratta di un fenomeno che, mentre scriviamo, non ha ancora terminato di dispiegare i suoi effetti, e continua la sua evoluzione intrecciandosi con altri importanti fenomeni che caratterizzano la storia recente del processo di integrazione economica e monetaria europea.

Appare dunque necessario organizzare la presente ricerca a partire da una qualche rappresentazione del fenomeno studiato, una descrizione che ci consenta di distinguere le diverse fasi della crisi, e dunque ci aiuti a qualificare in maniera precisa l'oggetto dell'indagine. Il primo capitolo di questo lavoro, di natura puramente descrittiva, risponde esattamente a questa necessità, fornendo una rappresentazione schematica degli eventi susseguitisi in Grecia negli ultimi tempi. Questa rappresentazione schematica ci consentirà di circoscrivere l'analisi ad un fenomeno particolare, l'*incipit* della crisi greca, che costituirà l'oggetto specifico delle nostre riflessioni.

Dal punto di vista metodologico, dobbiamo precisare che il fuoco dell'indagine è stato mantenuto sul fenomeno della crisi greca: sebbene il discorso passi necessariamente attraverso una serie di questioni teoriche particolari, che saranno di volta in volta affrontate, la nostra analisi tenderà continuamente a riportarlo sul piano della interpretazione del caso greco.

Il secondo capitolo sviluppa una analisi critica dell'interpretazione tradizionale della crisi greca. Dopo aver rilevato, dallo studio della letteratura istituzionale che ha accompagnato l'evolversi della crisi, il particolare schema logico entro cui il debito pubblico greco è stato definito insostenibile, ne abbiamo analizzato le fondamenta teoriche. Il capitolo illustra dunque l'analisi tradizionale della sostenibilità del debito pubblico, elaborata all'interno del

paradigma neoclassico, e giunge a studiarne le più moderne formulazioni, sottolineandone i limiti e le ambiguità.

Nel terzo capitolo, abbiamo individuato nell'economia politica classica un punto di vista teorico capace di sviluppare la nostra indagine sulla crisi greca al di fuori dei limiti che caratterizzavano l'analisi neoclassica. Rintracciando nella riflessione marxiana sul tasso dell'interesse la formulazione dello schema classico più idonea ad avvicinare i fenomeni distributivi specifici della crisi greca, imposteremo il nostro studio dell'*incipit* di quella crisi come una analisi delle circostanze storico-istituzionali che governano le dinamiche del tasso dell'interesse.

Il quarto capitolo è quindi dedicato allo studio del contesto di politica monetaria che caratterizza l'Europa negli anni più recenti. La ricerca è stata qui orientata all'individuazione dei nessi che sussistono tra gli aspetti monetari del processo di indebitamento pubblico e le complesse dinamiche dei mercati finanziari, che coinvolgono necessariamente la sfera di influenza dell'autorità monetaria. In questo capitolo illustriamo dunque il particolare contesto storico-istituzionale che prelude alla crisi greca, sintetizzabile nella transizione da quello che abbiamo chiamato il modello *standard* di politica monetaria del debito pubblico ad un nuovo assetto, che definiremo modello europeo.

Nel quinto capitolo mostriamo che l'iniziale ampliamento negli *spread* tra i titoli pubblici europei si è realizzato esattamente in concomitanza con le misure eccezionali di politica monetaria introdotte dall'Eurosistema nell'ottobre 2008, in seguito al fallimento della Lehman Borthers. Quella prima, pur modesta divergenza nei rendimenti dei titoli pubblici dell'area euro ci permette di stabilire significative corrispondenze tra alcune scelte dell'autorità monetaria, le dinamiche di fondo dei mercati finanziari – caratterizzati da una profonda crisi di liquidità – e l'andamento del costo dell'indebitamento pubblico dei singoli governi nazionali. Concentrando poi l'attenzione sull'oggetto specifico della nostra indagine, guarderemo alle due componenti basilari dello *spread* tra i titoli pubblici tedeschi e greci: alla luce delle considerazioni svolte, l'analisi dovrà

individuare tanto i fattori che hanno determinato la stabilità dei titoli tedeschi negli anni della crisi, quanto le circostanze che hanno prodotto la spirale nei costi del debito pubblico greco.

Dunque, il sesto capitolo studia il dettaglio del contesto istituzionale entro cui si svolge il processo di indebitamento pubblico della Germania. L'analisi del caso tedesco ci porta a concludere che la stabilità del corso dei titoli pubblici di quel paese è il risultato del sostegno accordato dall'autorità monetaria al governo, nonché dell'impegno di un segmento del settore creditizio nazionale a mantenere il costo del debito pubblico a livelli contenuti. Illustreremo quindi le meccaniche dell'intreccio tra governo tedesco e banca centrale nazionale, come anche le ragioni che spingono una parte rilevante dei sottoscrittori del debito pubblico tedesco a difendere il corso di quelle attività finanziarie.

Con il settimo capitolo possiamo finalmente approdare allo studio specifico del caso greco. Mostreremo che il processo di indebitamento pubblico del paese si è svolto, proprio nei mesi in cui esplode la crisi, entro uno stato di eccezione che ha favorito la speculazione ribassista sui titoli del debito pubblico greco. Dal momento che il governo degli aspetti monetari del processo di indebitamento pubblico ricade pienamente all'interno dell'operato della banca centrale, nei termini che illustreremo, saremo in grado di argomentare che la spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico greco che ha originato la crisi è stata determinata, in ultima istanza, dall'autorità monetaria. Coerentemente con quanto emerso nel corso dell'intera ricerca, potremo quindi elaborare una spiegazione degli *spread* fondata sul rischio di deprezzamento. Argomenteremo, in particolare, che quel rischio ha natura istituzionale, non essendo altro che il risultato dell'azione di una autorità monetaria europea che sostiene il corso di alcuni titoli pubblici dell'area euro e non di altri: il crescente *spread* tra i titoli pubblici tedeschi e greci è il riflesso del sostegno accordato dalla banca centrale al corso delle attività finanziarie emesse dal governo tedesco, ma non anche a quelle emesse dal governo greco. Ed il passaggio della gestione della crisi dai

responsabili della politica economica nazionale alle autorità europee, che si realizza nel maggio 2010, confermerà questa interpretazione.

L'ottavo capitolo tenta di rispondere ad un interrogativo che si è andato progressivamente formando nel corso della ricerca: come spiegare quelle scelte di politica monetaria europea che, nella nostra interpretazione, sono all'origine della crisi greca? La risposta a questo quesito richiederà che si esamini il più ampio orizzonte evolutivo delle istituzioni europee, laddove la Commissione Europea ha definito, con il progetto Europa 2020, un assetto di poteri che amplia sensibilmente la sfera di influenza delle autorità comunitarie, fino a contendere spazi significativi al governo delle politiche economiche nazionali. Entro questo contesto, argomenteremo che la politica monetaria ha svolto, negli anni della crisi, il ruolo di dispositivo disciplinante delle economie nazionali rispetto agli indirizzi di politica economica elaborati dalla Commissione Europea. Dopo aver analizzato le meccaniche di questo dispositivo disciplinante, potremo concludere che la nuova architettura istituzionale europea, fondata sul Meccanismo Europeo di Stabilità e sulle Operazioni Monetarie Definitive, non è altro che la sistematizzazione ed il perfezionamento delle pratiche operative tramite cui l'autorità monetaria ha gestito, fin dalla sua origine, la crisi greca.

Nel capitolo nono si traggono alcune conclusioni circa l'interpretazione tradizionale della crisi greca e gli elementi fondamentali della interpretazione alternativa che abbiamo sviluppato.

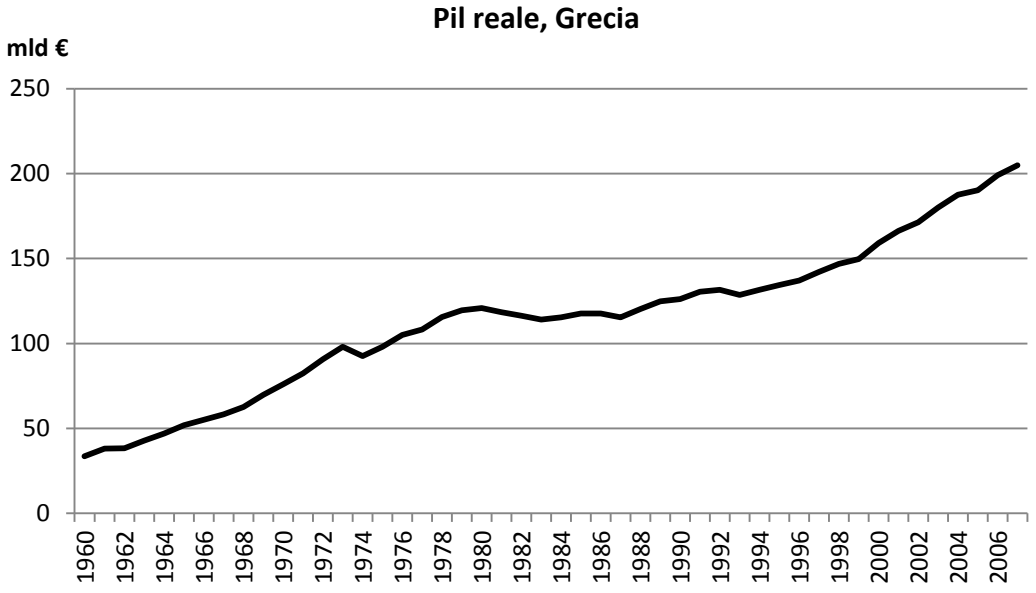
Capitolo I L'economia greca

1.1 Cenni di storia dell'economia greca

1.1.1 La Grecia dal dopoguerra all'integrazione europea

Può risultare utile delineare i tratti essenziali della storia economica della Grecia contemporanea, sintetizzabile in un lungo percorso di crescita avviatosi nel secondo dopoguerra, quando il paese intraprende – con ritardo rispetto ad altre economie europee – la strada dell'industrializzazione[1]. Dal 1960 al 2008, i volumi di produzione crescono quasi ininterrottamente, giungendo a più che quadruplicarsi in cinquant'anni: una sensibile contrazione nella produzione si è verificata solo al culmine della dittatura dei colonnelli, nel 1974, mentre lievi assestamenti si sono registrati nel primo decennio di integrazione europea, tra gli anni Ottanta e Novanta, quando il ritmo della crescita rallenta visibilmente. Questa fase di industrializzazione modifica profondamente il tessuto produttivo greco: all'interno del settore manifatturiero, si ridimensionano le produzioni tradizionali e cresce sensibilmente la quota dei settori ad alto contenuto tecnologico. Tra il 1955 ed il 1980, le produzioni alimentari passano dal 27 al 19% della produzione manifatturiera, il settore tessile e dell'abbigliamento dal 33,8% al 26%, mentre la chimica si espande dal 4,5 al 12,8% del totale e l'industria siderurgica passa dallo 0,7 al 6,1%[2].

[1] Cfr. Louri e Minoglou (2002).
[2] Dati ELSTAT.



Fonte: AMECO

L'economia greca si dota dunque, in quegli anni, di una base di tessuto industriale moderno, ed anche grazie alle misure protezionistiche ancora in vigore[3] (dazi e sussidi all'esportazione) inizia a proiettare la sua influenza economica fuori dai confini nazionali. Osserviamo infatti che l'indice di apertura dell'economia, ossia il rapporto tra la somma di esportazioni ed importazioni ed il Pil, passa dal 22,5% del 1960 al 47% del 1980, mentre le esportazioni passano dal 29 al 67% delle importazioni, a dimostrazione del fatto che l'economia greca stava partecipando attivamente al commercio internazionale. Può essere interessante notare che questa dinamica ha risentito, fondamentalmente, della variazione nel rapporto tra esportazioni ed importazioni di beni capitali, che passa dal 9% del 1960 all'82% del 1980[4].

A partire dagli anni Ottanta, la Grecia intraprende il cammino dell'integrazione europea: nel 1979 il primo governo democraticamente eletto dopo il periodo delle dittature militari, il governo di destra di Konstantinos Karamanlis, sottoscrive l'adesione del paese alla Comunità Economica Europea. L'accordo, che entra in vigore a partire dal 1981, costringe il paese a procedere

[3] Cfr. Bryant *et al*. (2001).
[4] Dati ELSTAT.

all'abbattimento di tutte le misure protezionistiche che avevano consentito la nascita e lo sviluppo dell'industria nazionale, a partire dai dazi alle importazioni provenienti dalla Comunità Europea, eliminati già a metà degli anni Ottanta[5]. Il disavanzo commerciale del paese raddoppia in dieci anni, passando da una media annuale del 4% del Pil, che aveva caratterizzato il paese nella seconda metà degli anni Settanta, all'8% del 1985, con un corrispondente aumento del debito estero dal 4,5 al 18% del Pil. Tra il 1980 ed il 1990 le esportazioni passano dal 23,6 al 18,1% del Pil, e dal 67 al 34% del valore delle importazioni, con una contrazione ancora più marcata, dall'82 al 34%, se restringiamo lo sguardo ai soli beni capitali esportati ed importati[6].

Il differente percorso di crescita intrapreso dalla Grecia con l'integrazione europea ha un impatto significativo sulla capacità del sistema economico di garantire elevati livelli occupazionali: il tasso di disoccupazione passa da una media del 3,7% del ventennio precedente ad una media dell'8,2% del ventennio di integrazione europea.

Fonte: AMECO

[5] Le importazioni greche provenienti dall'Unione Europea passano dal 44,8% del 1980 al 65,7 del 1999, prima che il paese acceda all'area dell'euro. Dati ELSTAT.
[6] Cfr. Bryant *et al*. (2001).

Negli anni Ottanta, proprio quando le rivendicazioni dei lavoratori toccavano le punte più avanzate, in virtù dei rapporti di forza instaurati in trenta anni di crescita sostenuta, il processo di integrazione europea inaugura una lunga stagione di redistribuzione del reddito dai salari ai profitti che proseguirà a ritmi costanti fino al 2009, per poi subire una violenta accelerazione nella crisi. Per comprendere il patrimonio di diritti acquisiti dai lavoratori nella stagione distributiva che, inaugurata dalla legislazione del 1955 sui contratti collettivi, culmina nei primi anni Ottanta, basta pensare al fatto che il governo di Andreas Papandreou – il primo governo socialista del paese, insediatosi nel 1981 – introduce un sistema di indicizzazione dei salari (ATA, dall'acronimo greco) al suo insediamento, nonché una stretta regolamentazione dei licenziamenti di massa nel 1983. L'ATA, che ancorava la crescita dei salari all'inflazione passata, produsse di per sé, nel primo quinquennio di applicazione, un incremento dei salari monetari del 19%[7]. Tuttavia, la svolta negli equilibri distributivi prende forma già nel 1985, quando l'ATA viene sensibilmente depotenziato dallo stesso governo socialista con l'esclusione dei beni importati (dunque le risorse energetiche) dal computo dell'inflazione, prima, e poi con l'indicizzazione ad un tasso di inflazione "obiettivo" e non più a quello registrato in passato. Nei primi anni Novanta il meccanismo di indicizzazione dei salari viene abolito definitivamente, ed una nuova legislazione dei rapporti industriali ridimensiona il peso dei contratti collettivi[8]. L'impatto di questi diversi equilibri nei rapporti di forza tra lavoratori e datori di lavoro può essere colto guardando alla percentuale di lavoratori sindacalizzati sul totale degli occupati, che passa dal 38% della metà degli anni Ottanta al 25% del 2000[9].

[7] Cfr. Burtless (2001).

[8] Dei 5.000 accordi collettivi stipulati tra il 1975 ed il 1990, la metà sono stati definiti solo grazie all'intervento di una commissione governativa, così come 7 dei 17 contratti nazionali stipulati in quel periodo. La legislazione del 1955 prevedeva, infatti, l'obbligo di un intervento governativo in caso di mancato accordo tra le parti, intervento che determinava d'arbitrio l'esito della contrattazione. La legislazione del 1990 abolirà tale obbligo. Cfr. Burtless (2001).

[9] Cfr. Burtless (2001).

Il saggio del salario reale cresce a ritmi elevati nel ventennio 1960-1980, quando la Grecia è un'economia protetta in fase di industrializzazione: nonostante una flessione (l'unica nel ventennio) registrata al culmine del periodo della dittatura dei colonnelli, il salario reale cresce ad una media del 4,8% annuo. Con l'avvio del processo di integrazione europea, la dinamica dei salari reali si modifica sostanzialmente: nel primo ventennio di integrazione europea, quando il paese si apre agli scambi con l'estero e ai mercati dei capitali internazionali, il salario reale cresce ad un ritmo medio dello 0,3% annuo. Nei primi anni di funzionamento dell'area euro, alla vigilia della crisi, i salari crescono a ritmi più elevati ma comunque sensibilmente inferiori a quelli registrati tra il 1960 ed il 1980[10]. L'evoluzione della quota del reddito nazionale destinata ai salari[11] scandisce le diverse fasi della storia economica del paese: pari all'80,6% nel 1967, prima che la tensione politica sfociasse nella dittatura militare di Georgios Papadapoulos, si riduce al 62,1% nel 1973, al termine di una violenta redistribuzione del reddito dai salari ai profitti realizzata dal regime dei colonnelli, e poi torna a crescere con la restaurazione della democrazia, raggiungendo in dieci anni il 73%.

[10] Dati AMECO.
[11] Dati AMECO.

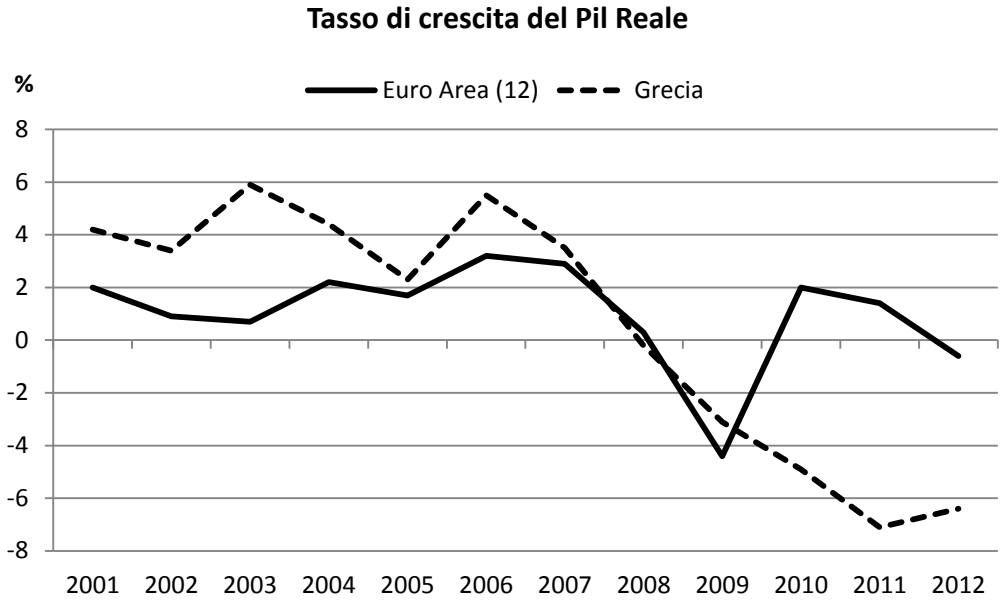
Successivamente, avviato il processo di integrazione del paese nella Comunità Economica Europea, la quota del salario sul Pil si contrae progressivamente, scendendo al di sotto del livello toccato durante la dittatura militare nei primi anni Novanta, ed attestandosi intorno al 60% prima dell'esplosione della crisi del 2009.

1.1.2 La crisi: declino e redistribuzione del reddito

La Grecia si affaccia al XXI secolo come un paese che rappresenta il 2,5% del Pil dell'area euro, di cui comprende il 3,6% della popolazione[12] con i suoi 11 milioni di abitanti. Dall'introduzione dell'euro fino al 2008 il percorso di crescita della Grecia segue quello degli altri paesi dell'area monetaria, con ritmi addirittura maggiori della media. Tuttavia, a partire dal 2009, dopo un anno di recessione che aveva investito l'intera Europa, l'economia greca continua a declinare mentre le altre economie dell'area euro – nel loro complesso – tornano a crescere, almeno fino al 2011.

Possiamo dunque affermare che la crisi greca, intesa come fenomeno distinto dalla recessione che ha interessato l'intera Europa nel 2008, ha inizio solamente nel 2009, quando il cammino del paese si discosta radicalmente da quello del resto dell'area euro. Considerando però che il paese era in recessione, come tutta Europa, già nel 2008, possiamo aggiungere che nel 2013 la Grecia è entrata nel sesto anno consecutivo di recessione. Nel corso di questi sei anni, i volumi di produzione si sono ridotti ai livelli del 2002: dieci anni di crescita economica, proprio quelli in cui il paese ha adottato la nuova valuta, sono stati cancellati – in termini di ricchezza prodotta ogni anno – dalla contrazione nei livelli di attività.

[12] Dati Eurostat riferiti al 2006, quando l'area dell'euro comprendeva 12 paesi (Portogallo, Spagna, Irlanda, Francia, Belgio Olanda, Lussemburgo, Germania, Austria, Italia, Finlandia e Grecia), a cui si aggiungeranno negli anni successivi la Slovenia (nel 2007), Malta e Cipro (nel 2008), la Slovacchia (nel 2009) e l'Estonia (nel 2011), fino a comporre l'attuale area dell'euro a 17 paesi.

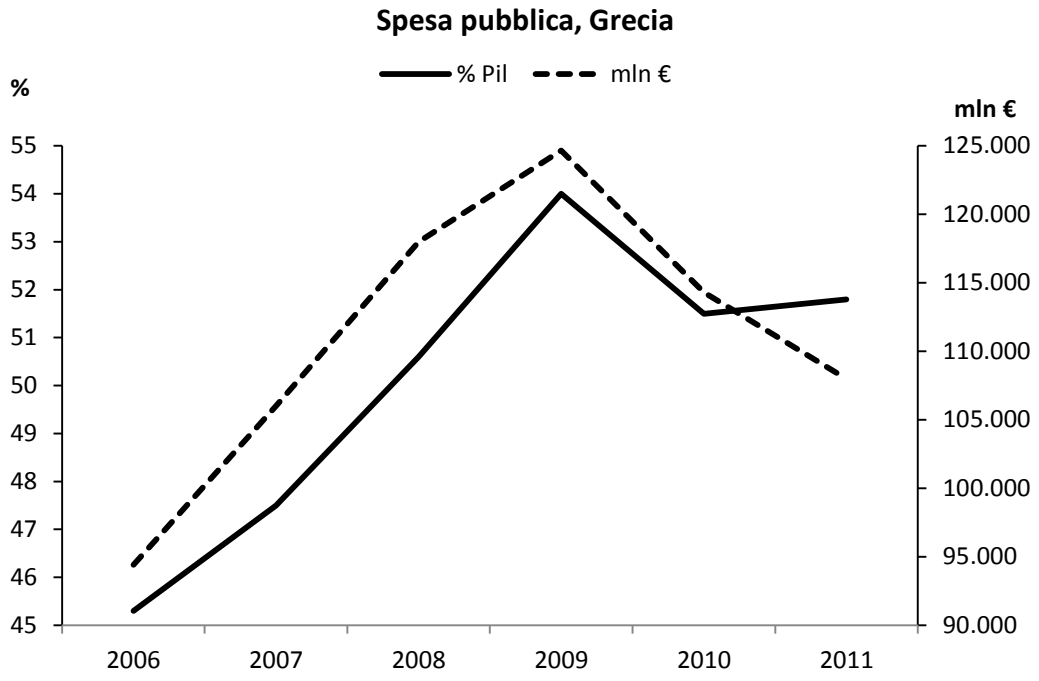


Fonte: Eurostat

La riduzione nei volumi di produzione si è tradotta in una contrazione dei livelli di occupazione con un certo ritardo, conducendo ad un incremento nei tassi di disoccupazione solo a partire dal 2010, quando il governo greco, anziché contrastare la caduta nella spesa aggregata con misure di stimolo alla domanda, ha intrapreso la via dell'austerità fiscale e salariale.

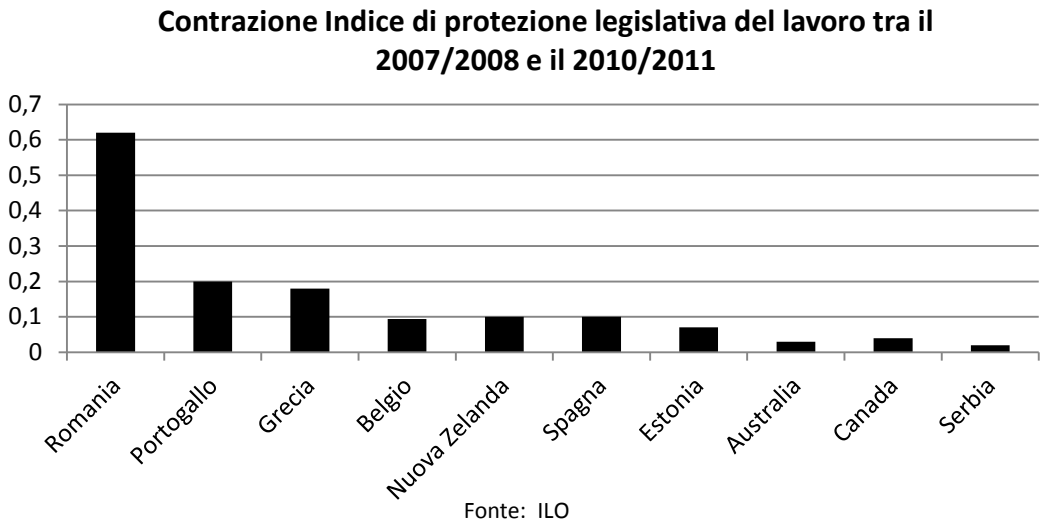
Come si evince dal seguente grafico, la spesa pubblica (tanto in valori assoluti quanto in rapporto al Pil) si contrae solamente a partire dal 2010, aggravando così quel vuoto di domanda che si era creato, nei due anni passati, a causa della diminuzione di altre voci della spesa aggregata (in particolare gli investimenti, calati del 14% annuo nel 2008 e nel 2009, e le esportazioni, che nel solo 2009 si erano contratte del 19%)[13].

[13] In termini reali. Dati Eurostat.



Fonte: Eurostat

Dal punto di vista distributivo, la stagione dell'austerità fiscale coincide con una forte svalutazione interna, ossia con una significativa spinta redistributiva dai salari ai profitti indotta da una precisa politica di deregolamentazione del mercato del lavoro. Negli studi dell'International Labour Organization la Grecia figura al terzo posto tra i 10 paesi che hanno subito, tra il biennio 2007-2008 ed il biennio 2010-2011, un peggioramento del livello di protezione legislativa del lavoro (misurato tramite un indice del potere contrattuale del lavoratore). Secondo dati AMECO, la crisi si traduce in una straordinaria contrazione della quota del reddito nazionale destinata ai salari, dal 61,9% del 2010 al 55,8% del 2012. Si tratta di una redistribuzione del reddito dai salari ai profitti che è paragonabile solamente a quella verificatasi sotto la dittatura dei colonnelli, ma che appare addirittura più intensa: nei primi tre anni del regime di Papadopoulos, infatti, si realizza una riduzione dell'8,5% della quota di reddito destinata ai salari, mentre nei primi tre anni di austerità la contrazione raggiunge il 9,8%.



Si tratta dunque ora di concentrare la nostra attenzione sul particolarissimo contesto entro cui è maturato questo orientamento di politica economica che ha accompagnato la profonda recessione che caratterizza l'economia greca nei primi anni Dieci del XXI secolo.

1.2 Il fenomeno della crisi greca

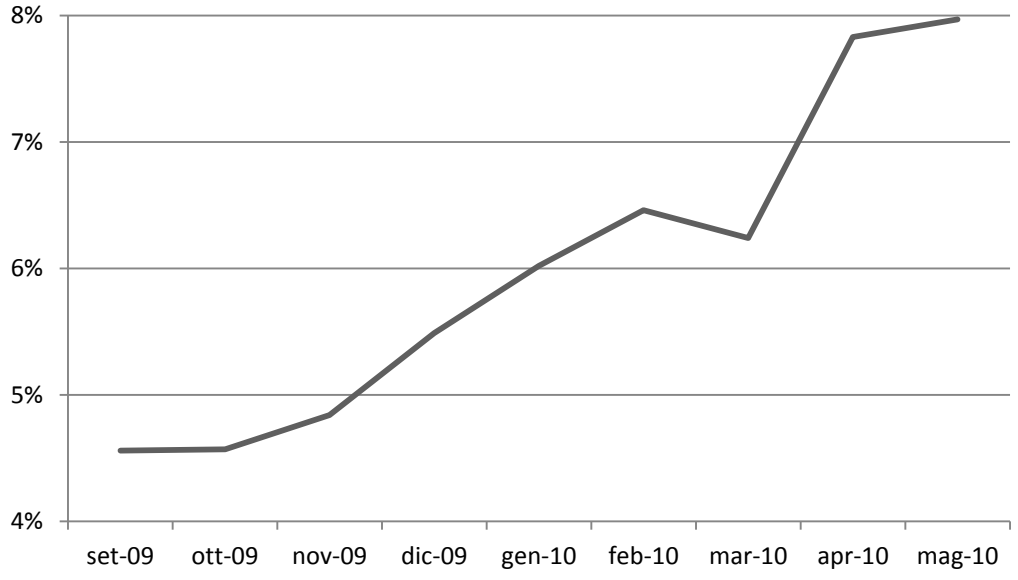
1.2.1 L'*incipit* della crisi

Nel settembre del 2009 il Primo Ministro greco Costas Karamanlis, rappresentante del partito di centro-destra Nuova Democrazia (ND), rassegna le proprie dimissioni in seguito ad una serie di scandali legati alla corruzione di importanti membri del suo esecutivo, decretando così la fine prematura della legislatura. Le successive elezioni, tenute ai primi di ottobre dello stesso anno, premiano il Movimento Socialista Panellenico (PASOK), la maggiore forza di centro-sinistra del paese, guidata da George Papandreou. Pochi giorni dopo l'insediamento del nuovo esecutivo, il governo appena eletto denuncia uno scarto significativo tra il rapporto deficit/Pil che emerge dallo studio dei conti pubblici del paese e quello dichiarato fino ad allora dal governo Karamanlis: Papandreou misura nel 12,7% del Pil il disavanzo pubblico, contro il 6,7% indicato dal suo predecessore, che aveva tenuto così fuori dalle statistiche ufficiali

passività per circa 14 miliardi di euro[14]. Si diffonde in questa maniera l'opinione che la Grecia abbia falsificato i conti pubblici al fine di nascondere alle autorità europee e ai mercati finanziari una situazione insostenibile delle finanze dello stato. Che il governo greco abbia falsificato i dati relativi al bilancio statale sembra, ad oggi, un fatto inequivocabile. Al contrario, l'opinione che dietro a quei dati falsificati si nascondesse una situazione oggettivamente insostenibile delle finanze pubbliche è tutt'altro che comprovato e proviene – piuttosto che dall'osservazione dei fatti – da posizioni teoriche particolari che avremo modo di analizzare nel prossimo capitolo.

Fatto sta che in seguito a questi eventi si inizia a discutere esplicitamente di "crisi greca", descrivendo la situazione dell'economia ellenica come una "crisi del debito pubblico". Ed una simile lettura dei fatti greci trova un riscontro empirico nella dinamica straordinaria dei tassi dell'interesse pagati dal paese sui titoli del debito pubblico, dinamica che costituisce il vero *incipit* della crisi greca.

Tasso di interesse sui titoli pubblici greci (decennali)



Fonte: Bank of Greece

[14] Cfr. European Commission (2010a).

Come mostra il grafico, il tasso di interesse comunemente usato come riferimento per i confronti internazionali, il rendimento dei titoli decennali, passa dal 4,57% dell'ottobre 2009 al 7,83% dell'aprile 2010, ma è bene sottolineare che crescono agli stessi ritmi i tassi di interesse su tutto lo spettro dei titoli del debito pubblico greco[15].

Nel frattempo il paese inizia ad indirizzare la propria politica economica al contenimento della spesa pubblica e all'incremento della pressione fiscale, con l'obiettivo di conseguire una riduzione del debito pubblico e fermare, per questa via, l'aumento nei tassi: tra il dicembre 2009 ed il gennaio 2010 il governo Papandreou predispone una serie di misure fiscali mirate a realizzare, tramite riduzioni delle uscite ed incrementi delle entrate, una riduzione del disavanzo pubblico di circa 9 miliardi di euro. Queste primissime manovre fiscali non hanno, però, alcun effetto sulla dinamica dei tassi di interesse pagati dal paese sul proprio debito pubblico. Entro questo particolare contesto si apre in Grecia, come ci apprestiamo ad illustrare, la lunga stagione dell'austerità fiscale e salariale che caratterizzerà l'orizzonte della politica economica europea negli anni più recenti.

1.2.2 L'assistenza finanziaria

La spirale nei tassi di interesse sui titoli pubblici spinge il governo greco a ricercare alternative al rifinanziamento del debito pubblico in scadenza sui mercati finanziari, dove i costi dell'indebitamento sembrano crescere ininterrottamente. La Grecia apre così un tavolo di trattativa con la Banca Centrale Europea, la Commissione Europea ed il Fondo Monetario Internazionale, e giunge in pochi mesi ad una soluzione: l'11 aprile 2010 queste istituzioni internazionali propongono[16] al paese un prestito capace di sostenere l'ordinaria attività di rifinanziamento del debito pubblico. All'interno dell'accordo proposto alla Grecia, è esplicitamente richiesto l'impegno del paese debitore ad

[15] Dati Bank of Greece.
[16] Cfr. European Union (2010).

adottare un preciso orientamento di politica economica, quello dell'austerità fiscale e salariale. Il successivo 23 aprile il Ministro delle Finanze greco, George Papaconstantinou, elabora la richiesta formale di assistenza finanziaria[17].

Il prestito, di durata decennale, ammonta a 110 miliardi di euro, pari a circa il 35% del debito pubblico accumulato allora dal paese, e viene concesso sotto forma di *tranches* trimestrali la cui erogazione è subordinata all'implementazione, da parte del paese debitore, di determinate misure di politica economica. Il credito deve essere erogato per 80 miliardi di euro dai paesi dell'area euro e per 30 miliardi di euro dal Fondo Monetario Internazionale[18]. La forma definita per la parte comunitaria del prestito è quella del prestito bilaterale: i singoli paesi membri dell'eurozona sono chiamati a contribuire, in proporzione identica alla loro partecipazione al capitale della BCE, ad un conto tenuto presso l'autorità monetaria europea, il Greek Loan Facility (GLF), gestito dalla Commissione Europea, la quale provvede ad erogare le singole *tranches* a cadenza trimestrale e solo in seguito ad una verifica delle politiche adottate, di volta in volta, dalla Grecia. L'obiettivo dell'assistenza finanziaria fornita alla Grecia è quello di consentire al paese di evitare gli elevati costi dell'indebitamento pubblico richiesti dai mercati e tornare, in breve tempo, a finanziarsi liberamente sui mercati: le politiche di austerità dovrebbero ripristinare la capacità del paese di finanziare il proprio debito pubblico a costi contenuti nel giro di pochi anni. Ed infatti, a partire dal 2 maggio 2010, data in cui viene concessa la prima *tranche* del prestito, pari a 20 miliardi di euro, la Grecia rinuncia a collocare sui mercati finanziari titoli del debito pubblico con scadenze superiori ai sei mesi, e procede all'ordinario rifinanziamento del debito in scadenza, nonché alla copertura del nuovo indebitamento, solo tramite due canali: da un lato, l'emissione di Buoni del Tesoro, titoli a brevissima scadenza (da uno a sei mesi), e dall'altro le diverse *tranches* dei prestiti ottenuti dalle istituzioni internazionali. Il tasso di interesse applicato al prestito è un tasso variabile, legato al tasso EURIBOR ed aumentato di 350 punti base (per tre anni,

[17] Cfr. Ministry of Finance, Hellenic Republic (2010a).
[18] Cfr. Ministry of Finance, Hellenic Republic (2010c).

e di ulteriori 100 punti base negli anni successivi). Considerando che il tasso Euribor era, in quel periodo, inferiore allo 0,4%, e che il tasso sui titoli decennali greci era arrivato intorno al 6,5%, la Grecia ha potuto usufruire, nell'immediato, di un ribasso nel costo dell'indebitamento pubblico vicino ai 200 punti base.

Secondo le previsioni elaborate dalla Commissione Europea nella predisposizione del prestito alla Grecia, il paese sarebbe potuto tornare ad emettere titoli sul mercato a tassi ragionevoli già nel 2012, ossia in meno di due anni: "*The programme implies that the Greek government will not need to tap international bond markets for the next 18 months. It would gradually return to markets for long-term funding in early 2012*."[19] Tuttavia la crisi greca si svilupperà in una direzione ben diversa da quella auspicata nell'accordo tra il paese e i suoi creditori istituzionali.

1.2.3 Gli anni dell'austerità

Il crollo nei prezzi dei titoli pubblici greci, che ha condotto alla spirale nei tassi di interesse verificatasi tra la fine del 2009 ed il maggio 2010, continua anche in seguito all'attuazione del programma di assistenza finanziaria, e si fa addirittura più rapido.

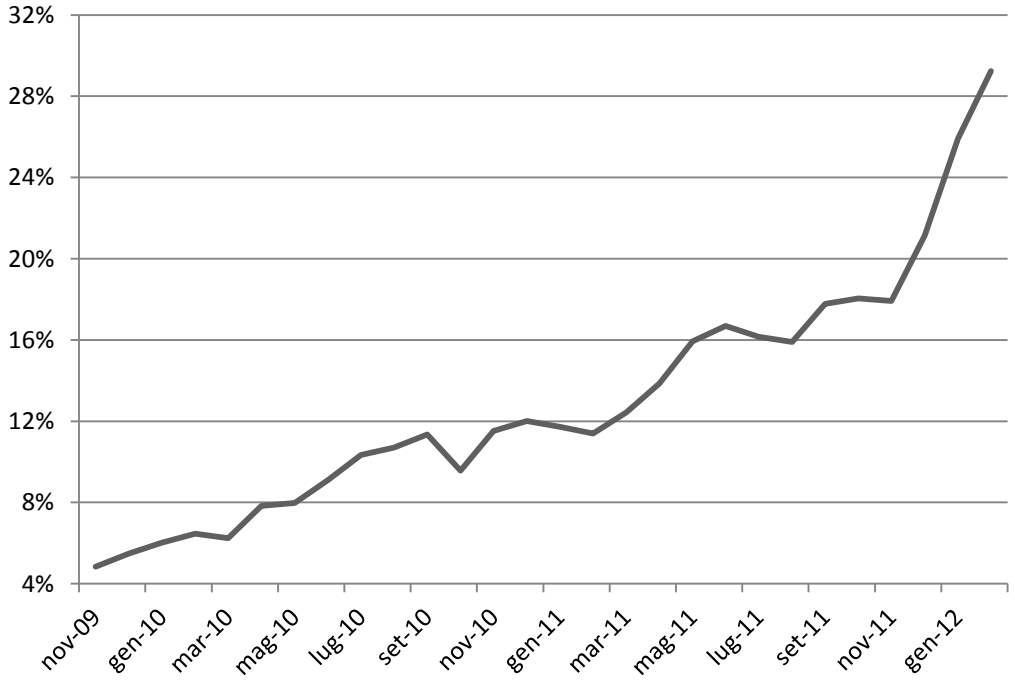
Come risultato, il tasso dell'interesse sui titoli del debito pubblico greco a scadenza decennale si aggira intorno al 15% nel 2011 e si stabilisce tra il 20 ed il 30% nell'anno successivo.

Si noti che, come abbiamo accennato, la Grecia aveva rinunciato ad emettere titoli diversi dai Buoni del Tesoro (titoli a tre e sei mesi) a partire dal maggio 2010: ciò significa che quei tassi di interesse così elevati, che si producono sui mercati finanziari, non si tradurranno mai in maggiori costi dell'indebitamento pubblico. Gli unici effetti della spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico greco prodotta successivamente all'avvio dell'assistenza finanziaria al paese si sono riverberati sui mercati finanziari privati, e dunque possono essere qualificati come effetti redistributivi tra possessori dei titoli del

[19] Cfr. European Commission (2010a), p. 26.

debito pubblico greco: ad esempio, chi ha acquistato un titolo pubblico decennale greco nel maggio 2011, a due anni dall'accordo, lo ha pagato il 55% del suo valore facciale, e dunque ha percepito un tasso di interesse annuo del 15,94%, derivante semplicemente dal fatto che la cedola fissa garantita dal governo greco si sarebbe applicata ad un valore pari a circa la metà del valore facciale del titolo[20].

Tasso di interesse sui titoli pubblici greci (decennali)

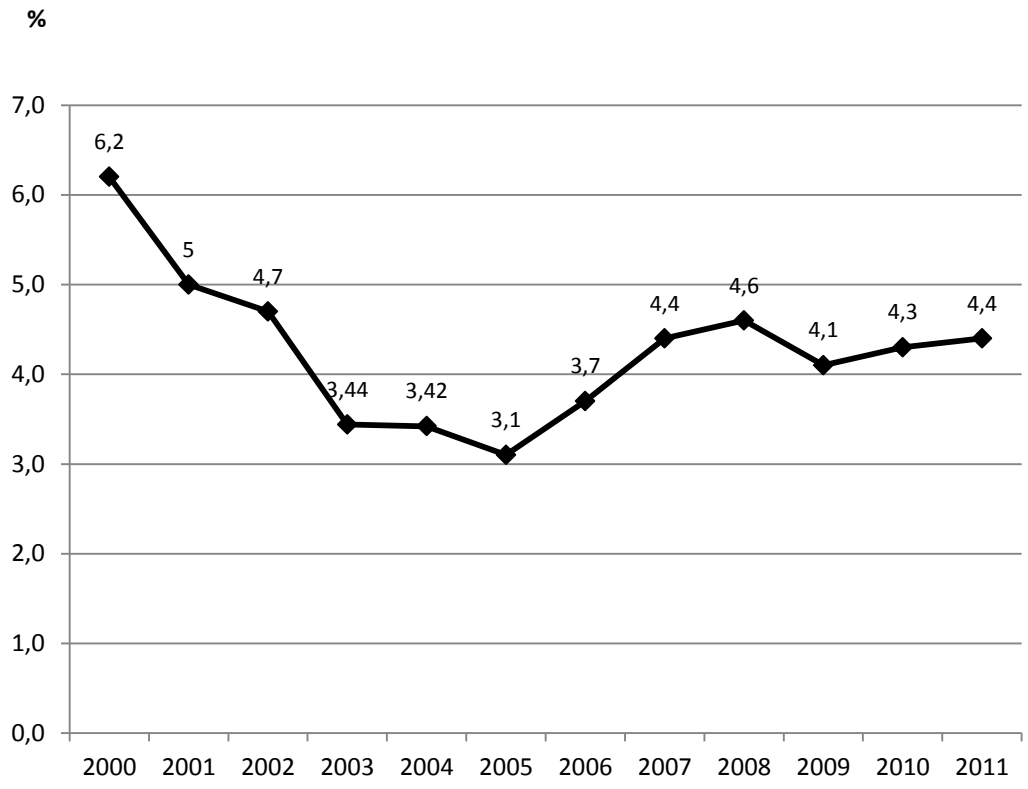


Fonte: Bank of Greece

Come si evince dal grafico successivo, invece, il costo medio dell'indebitamento pubblico greco subirà solo un lieve incremento, non paragonabile a quello in cui la Grecia sarebbe incorsa se si fosse indebitata ai tassi di interesse determinati sui mercati.

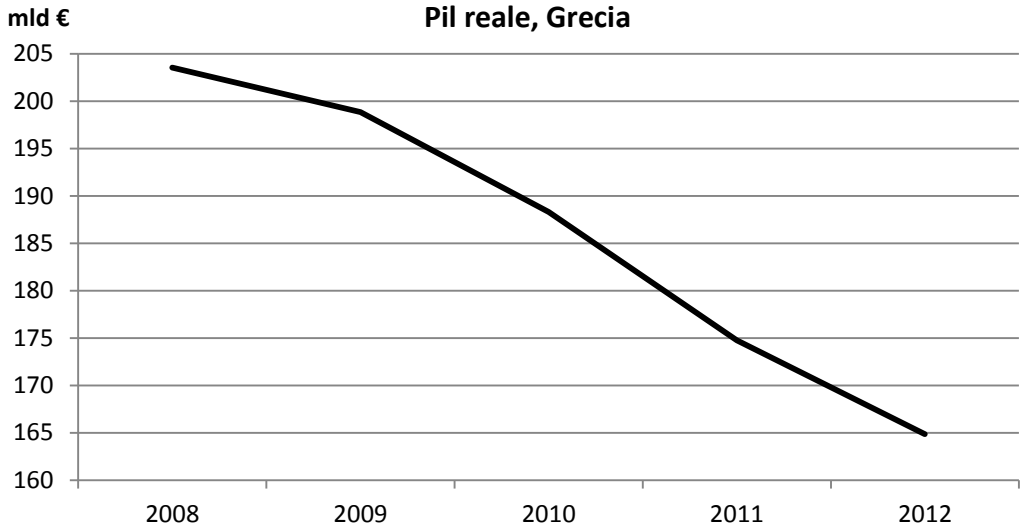
[20] Dati Bank of Greece.

Dinamica del costo medio ponderato del debito pubblico greco



Fonte: Ministry of Finance, Hellenic Republic

Contemporaneamente, come stabilito nell'accordo sottoscritto nel maggio 2010, la Grecia intraprende la via dell'austerità fiscale e salariale, con lo scopo dichiarato di ripristinare condizioni ottimali dal punto di vista della sostenibilità del debito pubblico e della posizione del paese nei confronti dell'estero. Le misure prese dalla Grecia a partire dal 2010 consistono, come già mostrato, in una contrazione della spesa pubblica, in un incremento della pressione fiscale e in una significativa riduzione dei salari. Queste misure conducono il paese ad una prolungata recessione: la produzione crolla, in termini reali, di circa il 17% in tre anni, riportando i livelli di attività a valori inferiori a quelli del 2001.



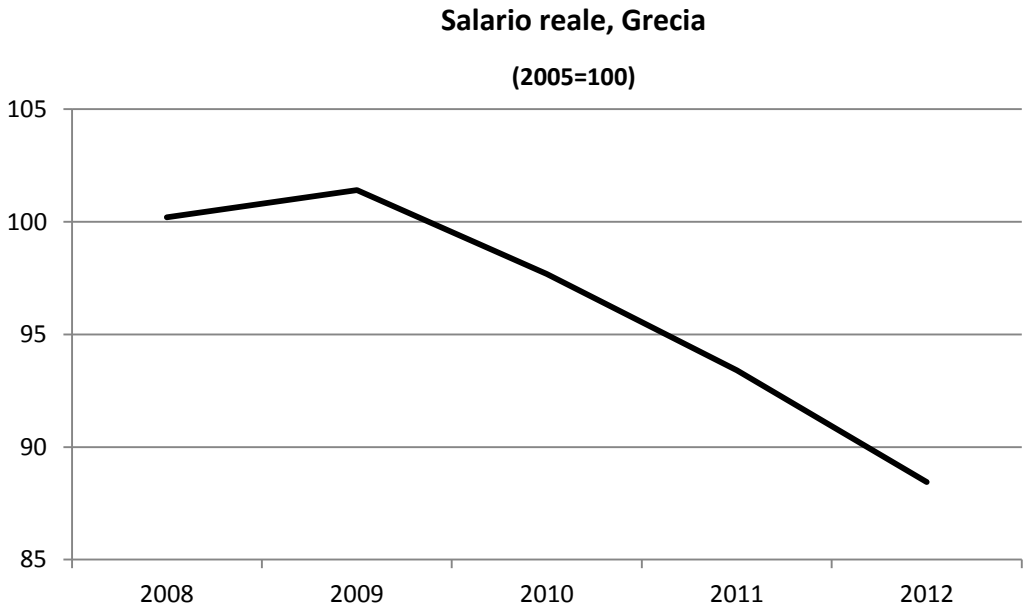
Fonte: AMECO

Questa contrazione nella produzione porta con sé, come è ovvio, una significativa riduzione nei livelli di occupazione: il tasso di disoccupazione tocca, nel 2012, il 24,7%[21]. Il numero dei disoccupati raddoppia tra il 2009 ed il 2011, raggiungendo il milione di unità, mentre il numero degli occupati scende al di sotto del numero di lavoratori che il sistema economico greco era in grado di impiegare nel 1997[22].

Fonte: AMECO

[21] Dati Eurostat.
[22] Dati ELSTAT.

Dal punto di vista della distribuzione del reddito, possiamo osservare che il salario reale si riduce drasticamente: fatto 100 il valore del 2005, il salario reale passa dal 101,4 del 2009 all'88,4 del 2012, raggiungendo così valori prossimi a quelli che caratterizzavano la Grecia nel 1979[23].



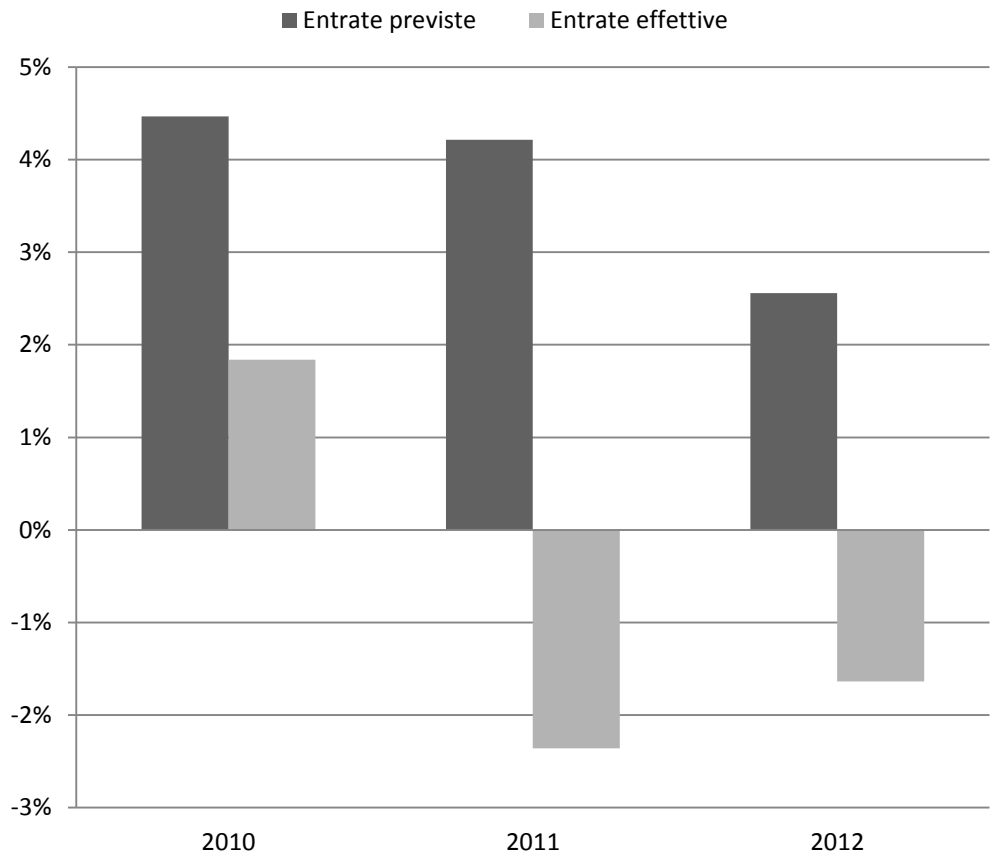
Fonte: AMECO

Una simile dinamica dell'economia reale greca conduce la crisi molto lontano dalle previsioni dei responsabili della politica economica europea: nel corso del secondo anno di austerità, il 2011, si renderà evidente che tutti gli obiettivi stabiliti all'inizio del programma di assistenza finanziaria alla Grecia sono stati mancati. Dato che le riduzioni di spesa pubblica hanno effetto immediato sui bilanci dello stato, mentre gli aumenti delle entrate dipendono anche dall'impatto che le misure stesse hanno sul reddito imponibile, sembra possibile affermare che gli obiettivi stabiliti nell'accordo del maggio 2010 siano stati sensibilmente mancati perché le entrate non sono cresciute come previsto. Notiamo infatti che le previsioni circa maggiori entrate, elaborate dai creditori

[23] Dati AMECO.

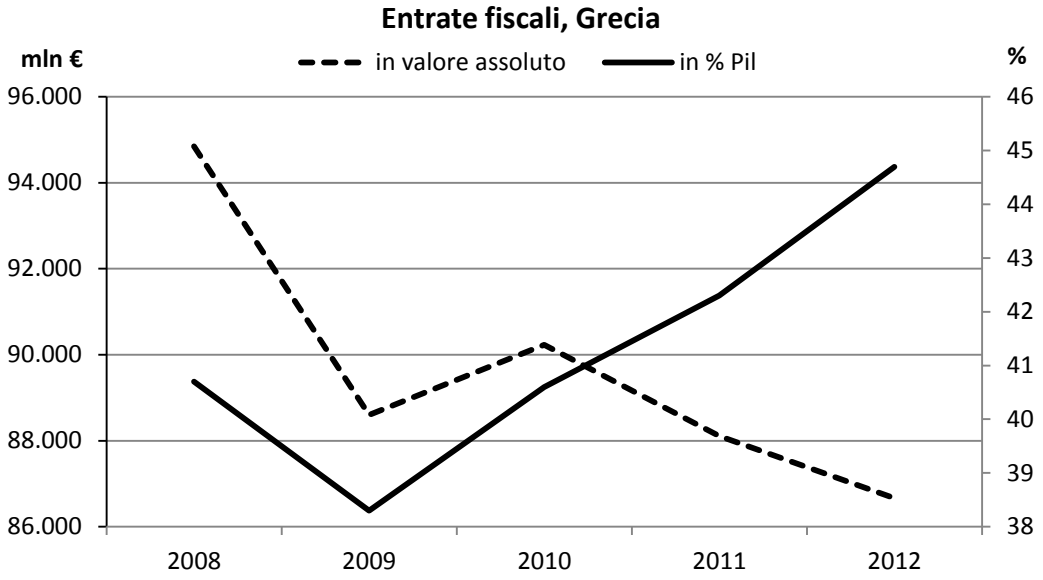
istituzionali della Grecia, si discostano in misura significativa dalle corrispondenti grandezze effettive.

Entrate fiscali, Grecia, tasso di variazione annua (previsto ed effettivo)



Fonte: European Commission 2010a per le previsioni,
Ministry of Finance, Hellenic Republic per i dati effettivi

Possiamo osservare che, se nel 2010 le maggiori entrate sono state sensibilmente sovrastimate, ma si sono rivelate in crescita come previsto, nel 2011 e nel 2012 la previsione ha addirittura sbagliato il segno della variazione intercorsa, indicando un incremento laddove si realizzerà una contrazione. Guardare ai livelli delle entrate fiscali in relazione ai livelli del reddito nazionale può aiutare a comprendere il motivo di simile divergenze tra previsioni e realtà.



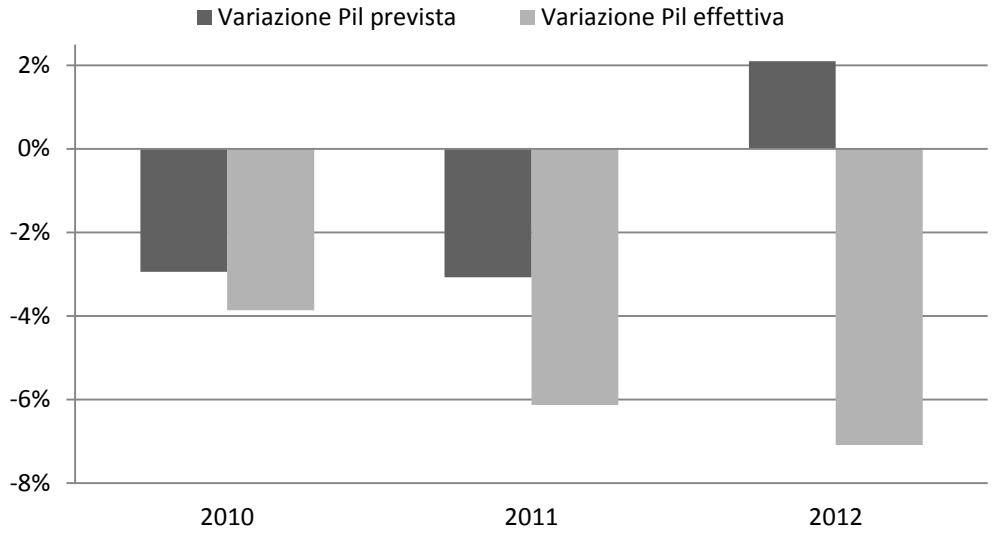
Fonte: Ministry of Finance, Hellenic Republic

Questo grafico ci permette di distinguere le diverse fasi della crisi dal punto di vista delle entrate fiscali. Tra il 2008 ed il 2009 vi sono i segni della recessione (il Pil si sta contraendo in Europa, così come negli Stati Uniti), ma la Grecia non ha ancora intrapreso la via dell'austerità: come risultato di queste tendenze, diminuiscono le entrate fiscali tanto in termini assoluti, perché viene tassato un reddito minore, che in rapporto al Pil, in ragione della progressività del sistema fiscale. Tra il 2009 e il 2010 vengono introdotte le prime misure di austerità nel paese, dunque consistenti incrementi nella pressione fiscale, e la recessione si inasprisce: crescono di conseguenza le entrate fiscali, in termini assoluti così come in rapporto al Pil, a riprova del fatto che la maggiore pressione fiscale più che compensa, in prima battuta, la contrazione del reddito. Questo effetto, comunque sovrastimato dai responsabili della politica economica europea, non dura più di un anno, poiché l'effetto recessivo delle politiche adottate finisce presto per prevalere sul pur continuo aumento della pressione fiscale. Tra il 2010 ed il 2012, mentre la recessione cresce di pari passo con la pressione fiscale, le entrate dello stato continuano a crescere solamente in rapporto al Pil, mentre diminuiscono in valore assoluto. In virtù di queste

dinamiche, nel 2012 la Grecia raccoglie, con una pressione fiscale del 44,7% del Pil, meno entrate – in termini assoluti – di quelle che ricavava nel 2009, quando la pressione fiscale era del 38,3% del Pil[24].

Sembra dunque evidente che all'origine degli errori di previsione circa le entrate fiscali, errori che sono alla base del mancato raggiungimento degli obiettivi prefissati nell'ambito del programma assistenza finanziaria alla Grecia, vi sia stato un significativo errore di previsione relativo all'evoluzione del reddito nazionale del paese.

Tasso di variazione del Pil Nominale, Grecia



Fonte: European Commission 2010a per le previsioni,
Ministry of Finance, Hellenic Republic per i dati effettivi

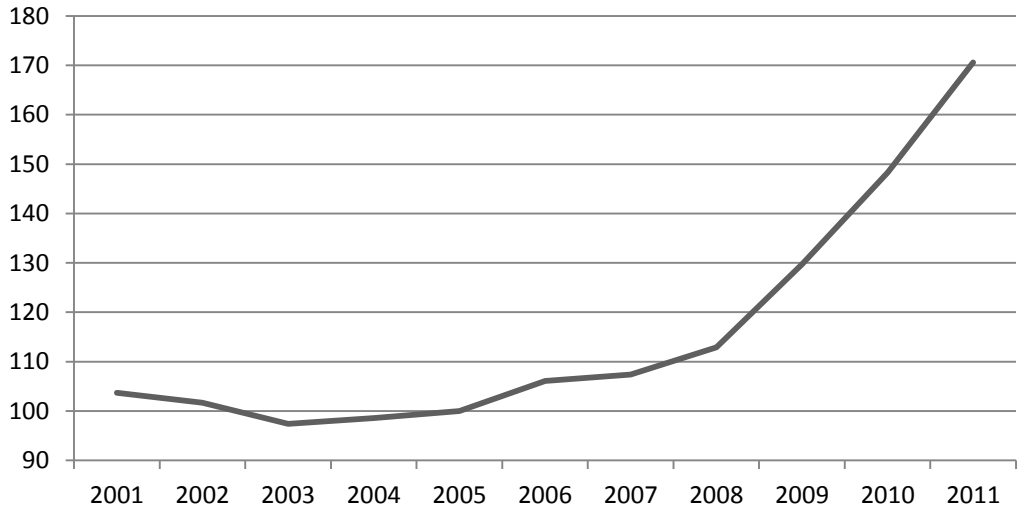
Come mostrato dal grafico, il crollo nel reddito nominale verificatosi nel 2010 e nel 2011 viene sensibilmente sottostimato, mentre nel 2012 si prevede una ripresa della crescita che non si verificherà affatto. Al contempo, viene prevista un'inflazione dell'1,9% nel 2010 e addirittura una deflazione dello 0,4% nell'anno successivo, mentre si verificherà una inflazione sostenuta in entrambi gli anni, del 4,7% nel 2010 e del 3,1% nel 2011[25], col risultato che l'evoluzione del

[24] Dati Ministry of Finance, Hellenic Republic.
[25] Cfr. European Commission (2010a).

reddito reale risulterà ancora più distante dalle previsioni se confrontata con quella del reddito nominale.

In seguito a questa divergenza tra previsioni e realtà dei fatti, il debito pubblico greco dimostra una dinamica opposta a quella sperata: il debito pubblico del paese passa dal 129,7% del Pil del 2009 al 148,3% del 2010, fino ad attestarsi al 170,3% nel 2011, anno in cui i responsabili della politica economica europea lo immaginavano, nel disegnare l'assistenza finanziaria al paese, inferiore al 150% del Pil[26].

Debito pubblico greco (in % Pil)



Fonte: Eurostat

Tuttavia, il confronto tra il percorso dell'economia greca previsto all'origine del programma di assistenza finanziaria e quello effettivo non ci consente di cogliere la reale dimensione della discrepanza tra le previsioni dei responsabili della politica economica e la concreta evoluzione della crisi greca. Questo perché gli "errori" commessi in sede previsionale risultano fortemente sottostimati, dal momento che le misure fiscali restrittive sono andate molto al di là di quanto inizialmente preventivato: quando, a cadenza regolare, emergeva

[26] *Ibidem*.

una qualche distanza tra le entrate fiscali previste e quelle effettive, veniva richiesto al governo greco uno sforzo ulteriore in termini di maggiori entrate o minori uscite, e dunque le misure di austerità fiscale venivano inasprite. Se ricalcolassimo gli errori previsionali includendovi, dal lato delle previsioni, tutte quelle misure che dopo l'accordo del maggio 2010 sono state aggiunte alle prescrizioni di politica economica indicate dai creditori della Grecia, giungeremmo ad una misura di quegli errori ben più rilevante di quella già messa in evidenza.

La mancanza di qualsiasi corrispondenza tra le previsioni elaborate dai responsabili di politica economica e la realtà dei fatti è alla base della successiva evoluzione della crisi greca, accanto ad un altro, importante, fattore. Dobbiamo infatti osservare che, tra il 2010 ed il 2011, altri paesi dell'area euro incontrano difficoltà analoghe a quelle che hanno originato la crisi greca: prima Portogallo e Irlanda e poi Spagna e Italia vengono investite da crisi somiglianti a quella greca, e ricorrono, in misura e con modalità differenti, all'assistenza delle medesime istituzioni internazionali che avevano prestato soccorso alla Grecia. Il diffondersi della crisi nell'area euro conferisce un respiro più ampio ai fatti greci, e dunque anche alle misure concepite dai responsabili della politica economica europea per gestire quella crisi, che non può più essere circoscritta entro i confini della Grecia.

1.2.4 Le evoluzioni più recenti

Nel corso del 2011 si è reso evidente il fallimento, rispetto agli obiettivi dichiarati, delle politiche di austerità introdotte in Grecia nell'anno precedente. Nel commentare lo stato di attuazione del programma di assistenza finanziaria concesso nel 2010, il FMI scrive, nel dicembre 2011: "*the situation in Greece has taken a turn for the worse, with the economy increasingly adjusting through recession and related wage-price channels, rather than through structural reform driven increases in productivity*"[27]. Conseguentemente, viene dichiarata la

[27] International Monetary Fund (2011a), p. 64.

necessità di provvedere ulteriore assistenza finanziaria al paese, "*until market access is restored in 2021*"[28]: se inizialmente era stato previsto un ritorno della Grecia ai mercati finanziari per l'inizio del 2012, nel 2011 l'orizzonte della crisi greca viene spostato avanti di dieci anni.

Il secondo programma di assistenza finanziaria alla Grecia, che prevede il prestito al paese di ulteriori 130 miliardi di euro[29] per il biennio 2012-2014, viene avviato il 14 marzo 2012 e si distingue dal primo sotto due aspetti fondamentali: da un lato per l'evoluzione del soggetto creditore da parte comunitaria[30], dal GLF al Fondo Europeo per la Stabilità Finanziaria (EFSF), che studieremo estesamente più avanti, e dall'altro per una ristrutturazione di parte del debito pubblico greco in circolazione, atta a coinvolgere, nell'assistenza finanziaria alla Grecia, anche i possessori privati dei titoli del debito pubblico del paese. Con il programma di Coinvolgimento del Settore Privato (PSI), le autorità europee aiutano il governo greco a realizzare una imponente operazione di ristrutturazione di una parte consistente del proprio debito pubblico. In particolare, il governo greco è riuscito a scambiare circa 197 miliardi di euro di debito pubblico in circolazione con titoli dotati di minore valore nominale e di più lunga scadenza, conseguendo in questa maniera una contrazione del debito pubblico di circa 70 miliardi di euro: al netto dei circa 19 miliardi di euro di disavanzo generati nel corso dell'anno, l'operazione di ristrutturazione del debito pubblico greco lo porterà dai 355 miliardi di euro del 2011 a 303 miliardi nell'anno successivo, producendo *per questa via* l'unica contrazione del debito pubblico greco registrata durante gli anni della crisi.

Ciò che si rende evidente, fin dalla definizione del secondo programma di assistenza finanziaria, è la proiezione della crisi greca su un orizzonte più esteso di quello concepito inizialmente. Viene previsto il ritorno del paese al normale

---

[28] *Ibidem,* p. 65.

[29] Entrato in vigore quando ancora non erano state erogate tutte le *tranches* del primo programma di assistenza, questo secondo accordo ha ereditato la parte del primo prestito non ancora concessa alla Grecia, raggiungendo così una cifra pari a 164,5 miliardi di euro, di cui 144,7 erogati da parte europea e 19,8 da parte del FMI.

[30] Resta invariato il coinvolgimento del FMI.

rifinanziamento del debito pubblico solamente nel 2021, e dunque si pongono le basi per sostenere l'indebitamento pubblico della Grecia nel corso di un intero decennio. Da un punto di vista generale, poi, appare sempre più difficile circoscrivere alla Grecia l'analisi dei problemi di debito pubblico emersi all'interno dell'area euro, dove Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia hanno incontrato difficoltà simili e hanno ricevuto un'altrettanto simile assistenza finanziaria da parte delle istituzioni comunitarie.

La conseguenza immediata di questo ampliamento degli orizzonti della crisi greca è dunque la corrispondente generalizzazione e sistematizzazione degli strumenti di assistenza finanziaria inizialmente disegnati per supportare un unico paese per pochi anni, ed oggi dichiaratamente predisposti a garanzia della stabilità finanziaria dell'intera area euro. Tratteremo approfonditamente di queste più recenti evoluzioni della crisi greca, e dell'intera area dell'euro, nell'ultimo capitolo che compone questo lavoro. Procediamo invece, nel capitolo seguente, ad analizzare l'interpretazione della crisi greca sviluppata dai responsabili della politica economica europea, sulla cui base sono state disegnate le politiche di austerità.

Capitolo II L'interpretazione tradizionale della crisi greca

2.1 Crisi greca e sostenibilità del debito pubblico

2.1.1 L'interpretazione dei creditori istituzionali

Nella loro prima analisi della crisi greca[31], i creditori istituzionali del paese – Commissione Europea (CE), Banca Centrale Europea (BCE) e Fondo Monetario Internazionale (FMI) – partono dalla considerazione che "*[t]he strong growth performance of Greece over the last decade was based on unsustainable drivers*"[32]. Tra questi "vettori di crescita insostenibili", ruolo preminente ha assunto, secondo questa interpretazione, la spesa pubblica:

> "The size of the government sector grew from 44% of GDP in 2000 to over 50% in 2009, not only absorbing available external financing, but also crowding out private-sector resources and therefore weakening economic performance. In addition, unreformed health and pension systems posed threat to the long-term sustainability of public finances." (European Commission, 2010a, pp. 3-4.)

La crisi greca, però, non viene messa in relazione, semplicemente, allo spiazzamento della spesa privata da parte della spesa pubblica; possiamo dunque prescindere, in questa sede, da una approfondita discussione circa i presupposti teorici di quell'idea. Piuttosto, l'analisi dei creditori istituzionali della Grecia individua nella insostenibilità del debito pubblico del paese l'origine della

[31] Cfr. European Commission (2010a).
[32] *Ibidem*, p. 3.

crisi[33], una insostenibilità che sarebbe emersa solo in seguito alla crisi che ha investito i maggiori paesi capitalistici dopo il 2007:

> "The 2008-2009 global crisis exposed Greece's vulnerabilities. As a result, market sentiment vis-à-vis Greece worsened sharply in early 2010. The downturn took a heavy toll on public finances. Significant overspending and a sharp fall in government revenue pushed the general government deficit to an estimated 13.6% of GDP in 2009. Government debt reached 115 percent of GDP at the end of 2009. Moreover, the extent of the deterioration in the fiscal position was revealed quite late due to serious deficiencies in Greece's accounting and statistical systems. This delayed implementation of corrective measures surprised the markets, which became concerned about fiscal sustainability. Leading rating agencies downgraded the sovereign, and the yield on sovereign bonds and CDS spreads increased sharply since the end of 2009." (European Commission, 2010a, p. 6.)

Pertanto l'*incipit* della crisi greca, ossia la spirale nei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico della Grecia, viene ricondotto alla insostenibilità del debito pubblico del paese, ed in particolare alla tardiva implementazione, da parte della Grecia, di misure di austerità fiscale capaci di ricondurre il debito

[33] Questa interpretazione della crisi greca, incentrata sul ruolo svolto dall'insostenibilità del debito pubblico del paese, disegna anche una prospettiva di crescita che associ al contenimento del peso dello Stato in economia una maggiore dinamica di altre componenti della spesa aggregata, le esportazioni e gli investimenti. In altri termini, nella consapevolezza che il contenimento del debito pubblico implichi la contrazione di uno dei volani principali della crescita della Grecia, i creditori istituzionali indicano al paese un modello di sviluppo fondato sull'aumento degli investimenti privati e delle esportazioni: "*The medium-term programme objective is to improve competitiveness and alter the economy's structure towards a more investment- and export-led growth model. In parallel with short-term anti-crisis fiscal measures, there is a need to prepare and implement an ambitious structural reform agenda to strengthen external competitiveness, accelerate reallocation of resources from the non-tradable to the tradable sector, and foster growth. Structural reforms that boost the economy's capacity to produce, to save and to export are critical for the success of the programme and recovery of the economy*." (European Commission, 2010a, p.10). È dunque interessante notare il ruolo degli squilibri commerciali, e dunque della questione della competitività del paese, all'interno di questa lettura della crisi greca: non tanto causa della crisi, ma limite strutturale alla realizzazione di un modello di sviluppo incentrato sulla profittabilità degli investimenti privati e sulla competitività internazionale delle merci. Si vedano, in proposito, Feldstein (2010) e Roubini (2010).

pubblico su una traiettoria sostenibile. A partire da questa interpretazione della crisi greca, i responsabili della politica economica europea hanno richiesto al paese, come condizione del prestito, una serie di interventi incentrati sul contenimento dei disavanzi pubblici:

> "Sustainability-enhancing fiscal consolidation is urgently needed. The immediate priority is to contain the government's financing needs and reassure markets on the determination of the authorities to do whatever it takes to secure medium- and long-term fiscal sustainability" (European Commission, 2010a, p. 10.)

In altri termini, la crisi greca è ricondotta ad un incontrollato aumento della spesa pubblica rispetto alle entrate fiscali, e l'incremento nei tassi di interesse realizzatosi a partire dalla fine del 2009 non rifletterebbe altro che il corrispondente aumento delle probabilità che il governo greco si dichiari insolvente, e dunque non onori i propri debiti[34].

Tale interpretazione della dinamica dei tassi di interesse sul debito pubblico, e dunque in particolare dell'*incipit* della crisi greca, proviene da un particolare punto di vista teorico sulla questione della sostenibilità del debito pubblico:

> "The 2009–10 crisis in Europe has unmasked the vulnerability of its public finances. Following the 2009 global downturn, which led to deteriorating public finances and weak growth in many European countries, in April-May 2010, markets began to question the ability of some euro-zone members to make good on their debt payments to creditors. This resulted in temporary panic, with spiking spreads on government bonds. *What this episode reflected was a manifestation of the unyielding force of what economists call "the intertemporal budget constraint,"* which requires governments to be able to generate enough fiscal surpluses in the future (in excess of their interest payment needs) to meet their current (net) debt obligations. Often thought of as a mere theoretical concept that only applies in

[34] Un esempio di questa narrativa della crisi del debito pubblico si trova in Pagano (2010).

> the long run, this constraint can become binding much sooner, if fiscal imbalances, coupled with a weak outlook, become so large that they are no longer thought of as sustainable, thus telescoping problems seemingly operating on a long-term horizon back into the present." (Velculescu, 2010, p. 3, corsivo nostro.)

In questo capitolo tenteremo di analizzare criticamente questo punto di vista teorico, divenuto egemone nel corso degli ultimi trent'anni e dunque posto alla base delle riflessioni elaborate, sul tema, dalla Commissione Europea, dalla Banca Centrale Europea e dal Fondo Monetario Internazionale.

2.1.2 La nozione egemone di sostenibilità del debito pubblico e la politica fiscale europea

Il concetto di sostenibilità del debito pubblico oggi dominante, tanto sul piano teorico quanto nel concreto disegno delle politiche economiche realizzate – a partire dalla Grecia – in Europa, coincide con l'idea secondo cui il debito pubblico risulti sostenibile nella misura in cui la politica fiscale è in grado di stabilizzare il rapporto tra debito pubblico e Pil. Chiameremo questo concetto di sostenibilità, per semplicità, "condizione di stabilità". Le tre istituzioni internazionali che stanno orientando la politica economica europea nell'attuale congiuntura adottano esplicitamente quel concetto di sostenibilità del debito pubblico nel disegnare le loro analisi e le conseguenti prescrizioni di politica economica.

Già nel 1990 una pubblicazione della Commissione Europea affermava che:

> "A sustainability criterion of frequent use in policy discussions is the evolution of the public debt. The fiscal position is considered sustainable if the debt to GDP ratio is stable or decreasing."(European Commission, 1990, p.108.)

In linea con questa idea, il Trattato di Maastricht individuava un valore di riferimento del rapporto debito/Pil quale soglia di un eccessivo indebitamento pubblico. Negli anni, la posizione della CE non si è modificata, e nell'appendice tecnica del Sustainability Report 2009, documento spesso citato come fonte analitica degli indicatori di sostenibilità ufficiali adottati dalla Commissione, si afferma che:

> "There is no agreed definition on what constitutes a sustainable position for the public finances. One can however impose that the debt (relative to GDP) remains bounded at any time in the future so that it does not follow an explosive path." (European Commission, 2009, p. 148.)

Dal momento che, come spiegheremo nel dettaglio, questo quadro interpretativo ipotizza che il "sentiero esplosivo" citato sia implicito in qualsiasi aumento del rapporto tra debito pubblico e reddito nazionale, la CE finisce per giudicare insostenibile qualsiasi politica fiscale conduca ad incrementi del rapporto tra debito pubblico e Pil. In linea con la Commissione, la BCE ha di recente sostenuto che: "*[t]o limit risks to debt sustainability in the euro area, government debt-to-GDP ratios should be brought to levels safely below 60%.*"[35] È proprio a partire da questa posizione che l'autorità monetaria europea ha potuto indicare la via del risanamento fiscale ai paesi dell'eurozona investiti dalla crisi, perché, come mostreremo dettagliatamente più avanti, "*sufficiently large primary surpluses are needed to stabilise the debt-to-GDP ratio, or to reduce it*"[36].

Fuori dall'ambito strettamente europeo, anche il FMI condivide appieno questa impostazione, e nel recente Fiscal Monitor del 2012 afferma che "*[i]n practice, policies aiming to maintain a stable debt ratio in the medium term are considered sustainable*."[37]

[35] Cfr. European Central Bank (2012a), p. 55.
[36] *Ibidem*, p. 60.
[37] Cfr. International Monetary Fund (2012), p. 5.

La visione egemone del problema della sostenibilità del debito pubblico ha dato forma alle politiche indicate alla Grecia in sede di negoziazione del prestito istituzionale del maggio 2010. Partendo dal presupposto che la crisi greca sia una crisi del debito pubblico, e dunque dalla considerazione che il "*[f]iscal adjustment will have to be the cornerstone of the program*"[38], i creditori del paese hanno indicato nella riduzione del rapporto tra debito pubblico e Pil il percorso di ripresa della Grecia:

> "The government is committed to put in place durable adjustment measures, on top of those already announced in March this year, of 11 percent of GDP in cumulative terms through 2013, with additional remedial measures in 2014 to reduce the deficit to well below 3 percent of GDP. This large adjustment is needed to put the debt/GDP ratio on a downward trajectory from 2013 onward, which will be sustained after the program by keeping primary balances in a sizeable surplus (at least 5 percent of GDP) up to 2020. To sustain fiscal consolidation over the medium term, the government also is committed to strengthen the fiscal policy framework and fiscal institutions." (Memorandum of Economic and Financial Policies, 2010, p. 2.)

Coerentemente con il punto di vista teorico egemone, che sarà analizzato nel dettaglio in questo capitolo, viene dunque richiesto alla Grecia di realizzare avanzi primari di bilancio con lo scopo di condurre il rapporto tra debito e Pil su una traiettoria decrescente, quantomeno a partire dal 2013.

Due sono, pertanto, i pilastri di questa interpretazione della crisi greca: l'idea che il rapporto tra debito pubblico e Pil rappresenti un indice della sostenibilità di quel debito, da un lato, e dall'altro la convinzione che la realizzazione di avanzi primari sia necessaria, entro le ipotesi che illustreremo, per il contenimento di quel rapporto, e dunque per conseguire la sostenibilità del debito pubblico accumulato in passato. Entrambi questi elementi sono posti alla base del disegno di politica economica indicato alla Grecia come condizione

[38] Cfr. Memorandum of Economic and Financial Policies (2010), p. 2.

dell'accesso al prestito istituzionale. L'obiettivo della contrazione del rapporto tra debito pubblico e Pil è al centro del Memorandum, documento che disciplina i doveri del debitore delle istituzioni internazionali e di cui ci occuperemo approfonditamente nell'ultimo capitolo di questo lavoro: "*[t]he fiscal strategy is anchored in placing the debt-GDP ratio on a declining path from 2013 onward*".[39] Al tempo stesso, i creditori della Grecia indicano nella realizzazione di avanzi primari la strada che porta a raggiungere quell'obiettivo:

> "[u]nder programme assumptions, stabilising the government debt ratio at the end of the programme period (2013-14) will require an improvement of the primary balance from a deficit of 8½ percent of GDP in 2009 to a surplus of just below 6 percent of GDP." (European Commission, 2010a, p. 12.)

Come illustreremo in questo capitolo, dal momento che si adotta un concetto di sostenibilità del debito pubblico incentrato sulla stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e Pil, si giunge necessariamente a definire un preciso percorso di politica fiscale che deve essere intrapreso immediatamente. E infatti, seguendo questa impostazione logica, si è giunti a definire un programma di contenimento del debito pubblico greco dotato di un carattere di urgenza tale da richiedere l'immediata attuazione delle misure fiscali descritte nel capitolo precedente.

Abbandoniamo ora il piano della letteratura istituzionale, dove questo concetto di sostenibilità del debito pubblico è concretamente applicato come premessa per la definizione delle cosiddette politiche di austerità, e spostiamo la nostra attenzione sulla letteratura scientifica, laddove saremo in grado di ricostruire la genesi di questa nozione di sostenibilità.

[39] Memorandum of Economic and Financial Policies (2010), p. 4.

2.2 La sostenibilità del debito pubblico nel contesto teorico neoclassico

2.2.1 Un concetto diffuso di sostenibilità

Intendiamo ora studiare la costruzione analitica tramite cui l'impostazione neoclassica dell'analisi economica, nella molteplicità dei contributi dedicati al tema della sostenibilità del debito pubblico, ha stabilito una stretta analogia tra la nozione di sostenibilità del debito di un singolo individuo e quella di sostenibilità del debito pubblico, tanto da poter affermare che "*[s]ustainability is basically about good housekeeping. It is essentially about whether, based on the policy currently on the books, a government is headed towards excessive debt accumulation.*"[40] Saranno dunque analizzati i termini di queste distinte nozioni, nonché la progressione di ipotesi che ha consentito di erigere l'architettura teorica su cui tale analogia è fondata. Dal momento che, come ci apprestiamo ad illustrare, la nozione di sostenibilità del debito pubblico maggiormente diffusa coincide con il concetto di sostenibilità del debito individuale elaborato in ambito neoclassico, una disamina critica delle fondamenta teoriche di questa analogia sarà la base su cui organizzare la nostra analisi delle moderne formulazioni della nozione di sostenibilità del debito pubblico.

Nell'illustrare il concetto di sostenibilità tradizionale elaborato all'interno di una cornice teorica neoclassica, procederemo quindi distinguendo chiaramente i diversi stadi dell'analisi: studieremo in primo luogo il concetto di sostenibilità del debito del singolo individuo, poi l'estensione di quel concetto al settore privato del suo complesso, ed infine vedremo come la letteratura in esame[41] giunge ad applicare la medesima nozione di sostenibilità del debito privato al debito pubblico.

---

[40] Cfr. Blanchard *et al*. (1990), p. 8.
[41] Si vedano, ad esempio, Barro (1989), Blanchard e Fischer (1989) e Burnside (2005).

2.2.2 Il debito privato dal punto di vista del singolo individuo

Si consideri un individuo che dispone di una dotazione iniziale di capitale reale, K_0, e di un reddito da lavoro pari a W_t, e che trae utilità dal consumo annuale di un ammontare C_t di risorse; il vincolo di bilancio dell'individuo può essere scritto come:

$$W_t + K_{t-1}(1+i) = C_t + K_t \qquad [1]$$

L'equazione [1], una mera identità contabile, ci dice semplicemente che le risorse di cui un individuo dispone ad ogni data, costituite dalla somma del reddito da lavoro, del capitale reale posseduto inizialmente e del rendimento di quel capitale (per ipotesi coincidente con il tasso di interesse *i*), possono essere impiegate sotto forma di consumi o, alternativamente, essere accumulate sotto forma di capitale reale, e dunque andare a costituire l'ammontare di ricchezza netta posseduta da quell'individuo alla fine dell'anno, K_t. È possibile dunque definire, coerentemente con il vincolo di bilancio, la ricchezza netta posseduta da un individuo alla data *t* come:

$$K_t = K_{t-1}(1+i) + W_t - C_t \qquad [2]$$

Questa identità ci dice che il capitale reale accumulato ad ogni data corrisponde alla somma del capitale reale precedentemente accumulato, degli interessi percepiti su quel capitale e del reddito da lavoro guadagnato in quella data, tolto l'ammontare di risorse destinate al consumo corrente. Estendendo lo sguardo ad un arco temporale che va da una data iniziale *0* ad una data terminale *H*, possiamo riscrivere l'equazione [2] come:

$$K_H = K_0(1+i)^H + \sum_{t=1}^{H}(W_t - C_t)(1+i)^{(H-t)} \qquad [3]$$

Da questa equazione è possibile vedere che la ricchezza netta accumulata da un individuo ad una certa data *H* coincide con la somma della capitalizzazione della ricchezza netta detenuta inizialmente e della successione dei risparmi (definiti come eccedenza del reddito da lavoro sui consumi correnti, $W_t - C_t$) realizzati ogni anno, opportunamente capitalizzati. Semplicemente cambiando angolo visuale, è possibile – a partire dall'identità [3] – definire le dotazioni iniziali di capitale come somma del valore attuale della ricchezza netta detenuta alla data finale e del valore attuale della successione eccessi di spesa corrente (consumi) sul reddito annuale:

$$K_0 = \sum_{t=1}^{H} \frac{(C_t - W_t)}{(1+i)^t} + \frac{K_H}{(1+i)^H} \qquad [4]$$

Giunti a questa formulazione del vincolo di bilancio dell'individuo, possiamo seguire il tradizionale ragionamento neoclassico che è alla base del concetto di sostenibilità del debito privato individuale comunemente adottato all'interno di quel particolare contesto teorico.

Gli individui, in questo modello, traggono la loro utilità dal consumo, e dunque massimizzano la loro utilità organizzando, ogni anno, la scelta tra consumo e risparmio in modo tale da rendere massimo il consumo realizzato nell'arco di tempo che compone la loro esistenza, data una dotazione iniziale di ricchezza netta. Poiché stiamo ragionando sul comportamento massimizzante del singolo individuo, possiamo immaginare, con Barro, che la data *H* rappresenti l'orizzonte di vita di tale soggetto; ciò equivale ad ipotizzare, sostiene l'autore, "*that people did not care about the utils generated after date H. (H would represent a person's expected remaining lifetime in models where parents were not linked altruistically to their children.)*"[42] Se escludiamo che si possa (o, in generale, si desideri) lasciare aperta una posizione debitoria netta oltre la data *H*,

[42] Cfr. Barro (1989), p. 180.

"*for example, after death*"[43], possiamo affermare che la massimizzazione dell'utilità di ciascun individuo implica necessariamente che il valore attuale della ricchezza netta da egli detenuta alla data *H* sia nullo: quel valore, infatti, coincide con un certo ammontare di consumi che si potrebbero realizzare negli anni precedenti la data *H*, ed a cui l'individuo rinuncerebbe del tutto qualora decidesse di terminare la propria esistenza con una ricchezza netta positiva. Tale grandezza non può dunque essere né positiva, poiché ciò significherebbe che l'individuo sta rinunciando ad un certo ammontare di consumi realizzabili, né tantomeno negativa, poiché altrimenti lo stesso individuo starebbe programmando di lasciare in eredità un debito netto, circostanza che appare ragionevole escludere.

Si noti che il valore destinato ad annullarsi alla data terminale, ad opera del comportamento razionale di individui che massimizzano la propria utilità, non è il valore corrente della ricchezza accumulata alla data finale, K_h, ma il suo valore attuale, ossia quella grandezza che, nelle parole dello stesso Barro, coincide con le "*resources that could have been used to raise consumption and hence utility at an earlier date*."[44] È infatti possibile determinare l'ammontare di consumi realizzabili nei periodi precedenti, a cui l'individuo rinuncia accumulando ricchezza netta positiva alla data terminale, solamente scontando il valore della ricchezza detenuta alla data *H*; l'azzeramento del valore corrente del debito futuro, in sé, ovvero se non implica l'azzeramento del valore attuale di quel debito, risulta assolutamente slegato dal processo di massimizzazione dell'utilità individuale, e dunque non può in alcuna maniera essere considerato l'effetto del comportamento ottimizzante degli individui all'interno del quadro logico adottato.

A partire da questo ragionamento, che ricordiamo essere riferito ad un singolo individuo, risulta possibile elaborare una prima condizione di sostenibilità del debito privato. L'idea che il valore attuale della ricchezza netta detenuta alla data terminale sia destinato ad annullarsi trova la sua traduzione analitica

[43] *Ibidem*, p. 180.
[44] *Ibidem*, p. 180.

nell'imposizione della seguente condizione, detta condizione di trasversalità, al vincolo di bilancio intertemporale del singolo individuo:

$$\frac{K_H}{(1+i)^H} = 0 \qquad [5]$$

Dal momento che *H* è un numero finito, tale condizione richiede, in ultima istanza, che $K_h=0$, ossia si riduce all'ipotesi che il valore corrente (non già quello attuale) della ricchezza netta accumulata alla data terminale sia nullo. In altre parole, ragionando sul singolo individuo, siamo giunti alla conclusione che la massimizzazione della sua utilità "implica"[45] l'annullamento della sua posizione debitoria netta entro la data terminale *H*, comunque la si interpreti. Se applichiamo questa condizione al vincolo di bilancio dell'individuo, nella sua formulazione espressa dall'equazione [4], possiamo scrivere:

$$K_0 = \sum_{t=1}^{H} \frac{(C_t - W_t)}{(1+i)^t} \qquad [6]$$

Mentre l'equazione [5] definisce un preciso concetto di sostenibilità del debito, l'equazione [6] rappresenta l'applicazione di quel concetto al vincolo di bilancio dell'individuo: la prima condizione fornisce una definizione di debito sostenibile, mentre la seconda definisce la sequenza di comportamenti di spesa capace di rendere sostenibile, nell'accezione specificata dalla [5], un certo debito. L'interpretazione di questa applicazione della condizione di sostenibilità del debito privato di un singolo individuo è, alla luce del ragionamento svolto, immediata: poiché la massimizzazione dell'utilità del singolo richiede, in ultima istanza, che egli paghi tutti i suoi debiti entro la data *H*, la sostenibilità del suo debito – ovvero la capacità dell'individuo di onorare il debito alla scadenza – richiede che il valore attuale dell'indebitamento netto che l'individuo accumula,

[45] *Ibidem*, p. 180.

anno dopo anno, consumando più di quanto guadagna debba necessariamente coincidere, in media, con le sue dotazioni iniziali, le quali finiscono così per rappresentare il limite massimo alla capacità media di indebitamento dell'individuo solvente nell'arco di tempo considerato. Una conseguenza della condizione [6] è che un qualsiasi superamento del suddetto limite può realizzarsi, entro la data *H*, solo se nei periodi successivi l'individuo realizza un ammontare di risparmi (eccessi di reddito corrente sulla spesa per consumi) equivalente (dal punto di vista, ovviamente, del valore attuale di quelle grandezze). Se prendiamo in esame un individuo che inizia la sua vita con un indebitamento netto positivo (ossia con $K_0<0$), possiamo affermare, coerentemente con la nozione di sostenibilità appena definita, che quel debito è sostenibile nella misura in cui l'individuo è disposto, a partire da quella data, a consumare un ammontare di risorse inferiore al suo reddito corrente. In altre parole, poiché questa particolare impostazione teorica richiede, entro le ipotesi adottate, che un singolo individuo paghi tutti i suoi debiti entro una certa data (condizione [5]), allora possiamo affermare che il suo debito è sostenibile fintantoché la sua spesa programmata resta entro i termini consentiti dai suoi redditi annuali e dalle sue dotazioni iniziali.

L'immagine, tanto diffusa nel discorso economico odierno, di un soggetto che "vive al di sopra delle proprie possibilità" ha le suo origini nel ragionamento appena illustrato, riferito al singolo individuo. Non a caso, a nostro avviso, la condizione di sostenibilità che abbiamo analizzato viene spesso definita dalla letteratura scientifica come "*No Ponzi-Game condition*", ossia come impossibilità di portare avanti nel tempo il cosiddetto "schema di Ponzi". Questa denominazione fa riferimento a Carlo Ponzi, un italiano che, emigrato negli Stati Uniti, ebbe la capacità di attirare su di sé ingenti prestiti, pagando inizialmente elevatissimi interessi tramite le risorse che riusciva a reperire emettendo nuovo debito; Ponzi finì per non riuscire più a sostenere la massa di debito contratto, la sua impresa fallì e lui venne incarcerato. L'incapacità di un individuo, Carlo Ponzi, di sostenere una massa sempre crescente di debito rappresenta l'immagine

spesso evocata per prefigurare un concetto di sostenibilità del debito individuale che, come abbiamo spiegato, richiede effettivamente il pagamento finale dei debiti, ed è dunque incompatibile con l'accumulazione continua di passività nette, accumulazione che necessariamente si produce qualora si proceda, alla maniera di Ponzi, a pagare gli interessi sul debito emettendo nuovi titoli di debito, ossia qualora non si rispetti la condizione [6].

Tuttavia questo concetto di sostenibilità risulta sostanzialmente valido all'interno del quadro teorico adottato e delle specifiche ipotesi che sono state, fino ad ora, introdotte: la necessità di terminare la propria esistenza con una posizione debitoria nulla, necessità che abbiamo visto provenire dal comportamento ottimizzante del singolo individuo all'interno dello schema logico dell'equilibrio economico generale, porta con sé un limite alla capacità di spesa di un soggetto, definendo così il perimetro della posizione di solvenza che caratterizza questa prima nozione di sostenibilità del debito privato intorno all'azzeramento del valore corrente del debito individuale. Il debito di un singolo individuo può essere considerato sostenibile se le scelte di consumo di quell'individuo sono tali da consentirgli di disporre delle risorse esattamente necessarie, alla data *H*, ad onorare tutti i debiti eventualmente contratti. Come tenteremo di argomentare, pur mantenendo l'analisi all'interno dello schema logico neoclassico, l'idea che questo concetto di sostenibilità del debito si possa estendere dal singolo individuo al settore privato nel suo complesso non appare priva di ambiguità, mentre il passaggio logico successivo proposto dalla letteratura, ossia l'estensione della medesima nozione di sostenibilità dal settore privato al settore pubblico, che è all'origine della tradizionale nozione di sostenibilità del debito pubblico, presenta una serie di problemi che risultano tuttora irrisolti, e che dunque mettono in discussione le fondamenta stesse del tradizionale concetto di sostenibilità elaborato entro lo schema logico della teoria neoclassica.

2.2.3 Il punto di vista del settore privato nel suo complesso

Nell'estendere il ragionamento appena svolto dalla realtà del singolo individuo al settore privato dell'economia nel suo complesso, la letteratura neoclassica introduce la categoria analitica dell'agente rappresentativo del settore privato, la cui funzione di utilità incorpora una qualche aggregazione del benessere di tutti gli individui che costituiscono il settore privato del sistema economico. L'adozione del punto di vista dell'agente rappresentativo del settore privato entra immediatamente in contraddizione con l'ipotesi, fin qui accettata, che esista una specifica data terminale *H* entro cui programmare la massimizzazione dell'utilità: se risultava quantomeno possibile immaginare che il singolo individuo non perseguisse attivamente il benessere delle generazioni future, e che dunque massimizzasse la propria utilità entro il proprio orizzonte di vita, non ha ora alcun senso individuare in una specifica data, *H*, l'orizzonte temporale dell'agente rappresentativo del settore privato, poiché questo incorpora necessariamente gli interessi di generazioni sovrapposte o, come suggerisce Barro, perché è plausibile immaginare "*altruistic linkages form parents to children to grandchildren, and so on*." [46]

La letteratura neoclassica ha risolto tale incompatibilità tramite l'attribuzione di un orizzonte temporale infinito all'agente rappresentativo del settore privato. Ciò significa che l'analisi della sostenibilità del debito dell'intero settore privato dell'economia prende avvio dall'introduzione di un orizzonte temporale infinito nell'identità [4], che a questo punto può essere considerata il vincolo di bilancio dell'agente rappresentativo del settore privato:

$$K_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(C_t - W_t)}{(1+i)^t} + \lim_{H \to \infty} \frac{K_H}{(1+i)^H} \qquad [4a]$$

Ripetendo il ragionamento svolto con riferimento al singolo individuo, si giunge ad imporre all'equazione [4a] la condizione di annullamento del valore

[46] Cfr. Barro (1989), p. 179.

attuale della ricchezza netta detenuta alla data terminale [5], condizione che, nel particolare caso in cui tale data non è specificata puntualmente, ma è proiettata su di un orizzonte infinito, si traduce nella condizione che quel valore tenda a *0* mentre *H* tende all'infinito:

$$\lim_{H \to \infty} \frac{K_H}{(1+i)^H} = 0 \qquad [5a]$$

Ciò significa, sostiene Barro, che "*the family does not leave over asymptotically any resources that have a finite, positive present value*"[47], ed implica che le scelte di consumo dell'agente rappresentativo del settore privato siano limitate, entro il perimetro della posizione di solvenza, dal seguente vincolo:

$$K_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(C_t - W_t)}{(1+i)^t} \qquad [6a]$$

La condizione [6a] ha un significato analogo a quello della [6], a cui si rimanda, ma che deve essere riferito, in questo caso, all'agente rappresentativo del settore privato, e non più al singolo individuo. In sintesi, imponendo la condizione di sostenibilità del debito privato [5a] al vincolo di bilancio dell'agente rappresentativo del settore privato, è stato individuato un percorso di spesa del settore privato, descritto dall'equazione [6a], che ha la proprietà di mantenere quel settore dell'economia entro il perimetro della solvenza: il debito privato è sostenibile nella misura in cui il valore attuale degli eccessi di spesa sui redditi correnti risulta equivalente al valore delle dotazioni iniziali dell'intero settore privato.

[47] *Ibidem*, pp. 180-81.

Se accettiamo per un attimo l'idea di Barro, secondo cui "*[t]he same kind of result applies when the horizon is infinite*"[48], su cui avremo modo di ragionare più avanti, ovvero se accettiamo l'idea che sia possibile giungere alla [6a] ripetendo il ragionamento svolto con riferimento al singolo individuo su di un orizzonte temporale infinito, dobbiamo comunque osservare che la nozione di sostenibilità del debito del settore privato, specificata dalla [5a], si traduce in una condizione essenzialmente differente da quella che fa riferimento al singolo individuo. Per comprenderlo, definiamo α il tasso di crescita della ricchezza netta del settore privato, che dunque ipotizziamo per semplicità costante, e riscriviamo la condizione di sostenibilità del debito privato, tenendo presente che vale $K_H=K_0(1+\alpha)^H$:

$$\lim_{H\to\infty}\frac{K_0(1+\alpha)^H}{(1+i)^H}=K_0\lim_{H\to\infty}\left(\frac{1+\alpha}{1+i}\right)^H=0 \qquad [7]$$

A differenza della corrispondente condizione [5], riferita al singolo individuo, la [5a] non si risolve dunque nell'ipotesi che il valore corrente della ricchezza netta privata si annulli entro l'orizzonte di tempo considerato: poiché al denominatore della [7] è presente un termine che tende all'infinito, quella condizione richiede, in ultima istanza, che K_H non tenda all'infinito ad un ritmo maggiore del denominatore. Ciò significa che la sostenibilità del debito privato richiede, entro lo schema teorico fin qui seguito, che $\alpha < i$, ovvero che il tasso di crescita della ricchezza netta del settore privato risulti inferiore al tasso di interesse. A partire dall'identità [1] è possibile[49] definire il tasso di crescita della ricchezza netta del settore privato come:

---

[48] *Ibidem*, p. 180.

[49] A partire dalla [2] possiamo scrivere:

$$K_t-K_{t-1}=K_{t-1}(1+i)+W_t-C_t-K_{t-1}$$

$$K_t-K_{t-1}=iK_{t-1}+W_t-C_t$$

Poiché $\alpha = (K_t-K_{t-1})/K_{t-1}$, possiamo infine scrivere:

$$\alpha = i + \frac{W_t - C_t}{K_{t-1}} \qquad [8]$$

Questa equazione ci dice, in sostanza, che la ricchezza netta del settore privato cresce se i consumi correnti risultano inferiore ai redditi da capitale e da lavoro percepiti ogni anno. L'identità [8] può essere riscritta nella forma:

$$\frac{W_t - C_t}{K_{t-1}} = \alpha - i \qquad [9]$$

È ora possibile verificare che la condizione di sostenibilità del debito privato [7], la quale richiede, come visto, che *α < i*, ossia che *(α – i) < 0*, si traduce in ultima istanza nel seguente vincolo imposto al comportamento dell'agente rappresentativo del settore privato:

$$\frac{W_t - C_t}{K_{t-1}} < 0 \qquad [10]$$

Si noti che il significato della condizione appena definita dipende dal segno della ricchezza netta detenuta alla data iniziale. Per comprendere ciò, si ipotizzi che il settore privato risulti caratterizzato da una certa dotazione iniziale di capitale reale, e dunque da una ricchezza netta iniziale positiva:

$$se \quad K_{t-1} > 0 \quad allora \quad W_t - C_t < 0 \quad ovvero \quad C_t > W_t \quad soddisfa \quad la \quad [10]$$

Pertanto, nel caso in cui la ricchezza netta iniziale è positiva, la condizione di trasversalità [5a] finisce per richiedere che, entro l'orizzonte temporale

---

$$\alpha = i + \frac{W_t - C_t}{K_{t-1}}$$

infinito, si consumi anche l'ammontare di risorse inizialmente incorporate nelle dotazioni iniziali, e dunque si consumi un ammontare di risorse maggiore del reddito da lavoro. Più che di una condizione di sostenibilità del debito, si tratta di una condizione di sostenibilità della ricchezza, dal momento che afferma che il possesso di una ricchezza netta positiva non compromette il benessere del settore privato nella misura in cui lo stesso è in grado di consumare, prima o poi, quell'ammontare di risorse detenute inizialmente sotto forma di capitale reale. Possiamo interpretare la [5a] come una condizione di sostenibilità del debito privato se immaginiamo che il settore privato sia analizzato a partire da una ricchezza netta iniziale negativa:

$$se \quad K_{t-1} < 0 \quad allora \quad W_t - C_t > 0 \quad ovvero \quad C_t < W_t \quad soddisfa \quad la \quad [10]$$

Il debito detenuto dal settore privato risulta sostenibile, nel senso indicato dalla condizione di sostenibilità specificata dalla [5a], nella misura in cui l'agente rappresentativo del settore privato realizza prima o poi, entro un orizzonte temporale infinito, un'eccedenza di reddito corrente sul consumo. Tale eccedenza, comunque piccola, sarebbe in grado, poiché ripetuta su un orizzonte temporale infinito, di condurre all'azzeramento del valore attuale del futuro debito privato, e per questa ragione renderebbe sostenibile il peso dell'attuale debito.

Da questo angolo visuale è possibile cogliere lo scarso contenuto normativo di una simile nozione di sostenibilità del debito: l'eccedenza del reddito corrente sul consumo richiesta dalla condizione di sostenibilità può essere realizzata a partire da un qualsiasi momento compreso in un intervallo di tempo infinito, ed inoltre può essere di qualsiasi entità, anche impercettibile, poiché una sua ripetizione sopra un intervallo di tempo infinito azzera comunque il valore attuale del futuro livello di debito accumulato. Torneremo su questi limiti quando si tratterà di analizzare l'oggetto specifico della nostra indagine, ossia il concetto di sostenibilità del debito pubblico, al quale possiamo giungere,

nel prossimo paragrafo, proprio studiando le implicazioni che la nozione di sostenibilità del debito privato appena illustrata ha, secondo la letteratura neoclassica, per la politica fiscale.

2.2.4 Il concetto di sostenibilità del debito pubblico

Il ragionamento svolto fin qui è rilevante, per la nostra analisi, perché rappresenta la base teorica su cui è stato elaborato il concetto di sostenibilità del debito pubblico. Per comprendere i termini dell'analogia che la letteratura neoclassica stabilisce tra la sostenibilità del debito pubblico e quella del debito privato, dobbiamo innanzitutto definire il vincolo di bilancio del settore pubblico. Possiamo definire il livello assoluto del debito pubblico accumulato ad una certa data, B_t, come somma tra il debito pubblico pre-esistente quella data, B_{t-1}, maggiorato degli interessi calcolati al loro tasso reale i, ed il disavanzo pubblico primario, che per semplicità possiamo ridurre alla differenza tra spesa pubblica, G_t, e tasse, T_t:

$$B_t = B_{t-1}(1+i) + G_t - T_t \qquad [2b]$$

L'equazione [2b] è una semplice identità contabile che rappresenta il nesso tra debito pubblico, politica fiscale e tasso di interesse, ed in quanto tale risulta sempre verificata. Se estendiamo l'orizzonte temporale da due periodi ad un generico arco di tempo che va da *0* ad *H*, possiamo riscrivere l'identità [2b] nella seguente forma:

$$B_H = B_0(1+i)^H + \sum_{t=1}^{H}(G_t - T_t)(1+i)^{(H-t)} \qquad [3b]$$

L'identità [3b], ripetendo le relazioni definite dalla [2b], ci dice semplicemente che il debito pubblico accumulato al tempo *H* è, per definizione, pari alla somma tra il debito pubblico esistente alla data iniziale, B_0, aumentato

degli interessi accumulati in *H* anni, e la sommatoria dei disavanzi primari realizzati dallo stato nell'intervallo di tempo considerato, opportunamente aumentati degli interessi accumulati negli anni che separano ciascun disavanzo dalla data terminale *H*.

È possibile guardare alla medesima identità dal punto di vista opposto a quello costituito dall'equazione [3b], ossia ricollocando i termini di quella identità in modo da definire il debito pubblico iniziale come somma del valore attuale del debito pubblico finale e del valore attuale della successione di avanzi primari realizzati nell'intervallo di tempo considerato:

$$B_0 = \sum_{t=1}^{H} \frac{(T_t - G_t)}{(1+i)^t} + \frac{B_H}{(1+i)^H} \qquad [4b]$$

A partire da questa semplice formulazione del vincolo di bilancio del governo, l'analisi neoclassica elabora un concetto di sostenibilità del debito pubblico apparentemente coerente con la logica dell'equilibrio economico generale, fin qui seguita per definire la nozione di sostenibilità del debito privato.

Come osserva Barro: "[*the] condition for an individual's optimization problem […], ensured that people did not leave over any resources that asymptotically had positive present value. But the public debt is held by individuals as a part of their assets; so it follows from the same argument that [the present value of future public debt] must approach zero asymptotically.*"[50] In altri termini, dal momento che il debito pubblico compare come un'attività nelle mani del settore privato, la massimizzazione dell'utilità dell'agente rappresentativo del settore privato, che abbiamo visto implicare l'azzeramento del valore attuale di tutte le attività nette detenute da quel settore alla data terminale, porta con sé necessariamente – secondo questo autore – l'azzeramento del valore attuale del debito pubblico esistente a quella data. È in questo senso che risulta possibile affermare che l'azione delle forze che

[50] Cfr. Barro (1989), p. 203.

determinano l'equilibrio economico generale impone, di per sé, una specifica condizione di sostenibilità del debito pubblico, dal momento che conduce all'azzeramento del valore attuale del debito pubblico accumulato alla data terminale, e per questa via vincola le possibilità di spesa del governo.

Pertanto la nozione di sostenibilità del debito pubblico ha le sue radici nell'analisi del comportamento del settore privato sviluppata in ambito neoclassico, e trova espressione formale nella condizione:

$$\lim_{H \to \infty} \frac{B_H}{(1+i)^H} = 0 \qquad [5b]$$

È importante sottolineare che questa condizione non discende da una particolare ipotesi circa il comportamento del settore pubblico, ma proviene direttamente dall'analisi della massimizzazione dell'utilità del consumatore, e dunque deve essere concepita come il risultato del comportamento ottimizzante degli individui nel contesto teorico adottato, quello dell'equilibrio economico generale. Come spiega Burnside:

> "Equation [5b] is often referred to as a no-Ponzi scheme condition on the government. So imposing the lifetime budget constraint on the government's behaviour is often thought of as being equivalent to not allowing the government to run a Ponzi scheme. However […] if one considers the theoretical settings in which optimizing households are the potential holders of government debt, any violation of the government lifetime budget constraint, [5b], implies either that the households are not optimizing, or that they are violating a no-Ponzi scheme condition imposed on them. […] So, it would appear that an additional constraint on the government is not needed to justify [5b]. And it would appear that this condition is the consequence of imposing rationality and a no-Ponzi scheme condition on households. […] It is important to understand […] that allowing the government's debt to grow fast enough so that [5b] is violated also implies a

violation of optimizing behaviour on the part of households."
(Burnside, 2005, Cap. 2, pp. 13-14.)

Applicando la condizione [5b] al vincolo di bilancio del governo [4b] possiamo dedurre che la sostenibilità dell'attuale debito pubblico risulta garantita dalla seguente politica fiscale:

$$B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(T_t - G_t)}{(1+i)^t} \qquad [11]$$

Ciò significa che un governo è solvente solamente se è in grado di realizzare un ammontare di avanzi primari che, in valore attuale, eguagli il valore del debito pubblico presente. Per comprendere appieno le condizioni imposte alla politica fiscale da questo specifico concetto di sostenibilità del debito pubblico dobbiamo concentrare la nostra attenzione sull'equazione [5b] che, come abbiamo illustrato, è all'origine della [11].

Dal momento che $B_H=B_0(1+\gamma)^H$, con γ che indica il tasso di crescita del debito pubblico (supposto costante per semplicità in questa fase del ragionamento), è possibile riscrivere la condizione [5b] come:

$$B_H \lim_{H\to\infty}\left(\frac{1+\gamma}{1+i}\right)^H = 0 \qquad [6b]$$

Questa equazione ci permette di rendere esplicito il tradizionale concetto di sostenibilità elaborato in ambito neoclassico, il quale richiede, in ultima istanza, che il debito pubblico cresca ad un tasso inferiore al tasso di interesse, in modo tale che, per *H* che tende all'infinito, il denominatore della [6b] tenda all'infinito più rapidamente del numeratore, conducendo all'annullamento del valore attuale del debito pubblico accumulato alla data terminale. A partire dall'identità [2b], e chiamando Φ il rapporto tra disavanzo primario del governo

e debito pubblico accumulato, è possibile[51] definire il tasso di crescita del debito pubblico come:

$$\gamma = i + \phi \qquad [8b]$$

A questo punto è evidente che la condizione di sostenibilità del debito pubblico sviluppata, la quale richiede che *γ<i*, si risolve nella necessità di realizzare avanzi primari di bilancio, poiché richiede in ultima istanza che *Φ<0*. In altri termini, partendo dal presupposto che il valore attuale del debito pubblico accumulato alla data finale debba annullarsi, presupposto che sappiamo provenire – entro le ipotesi specificate nelle sezioni precedenti – dall'analisi dell'equilibrio economico generale, la letteratura neoclassica giunge alla conclusione che la sostenibilità del presente debito pubblico dipenda dalla capacità del governo di mantenere la spesa pubblica al di sotto del livello della tassazione. È facile osservare come questa nozione di sostenibilità del debito pubblico coincida esattamente con il concetto di sostenibilità del debito privato illustrato nella sezione precedente, e dunque come la teoria neoclassica abbia stabilito una esatta analogia tra quelle due nozioni.

L'idea secondo cui "*the government must pay for what it gets*"[52] che, nelle sue varie declinazioni, domina l'odierno dibattito sulla sostenibilità del debito pubblico, ha origine proprio in questa analogia, poiché non è altro che l'applicazione del concetto di sostenibilità del debito di un singolo individuo, illustrato nelle sezioni precedenti, al settore pubblico dell'economia. Ci

[51] A partire dalla [2] possiamo scrivere:

$$B_t - B_{t-1} = B_{t-1}(1+i) + G_t - T_t - B_{t-1}$$

$$B_t - B_{t-1} = iB_{t-1} + G_t - T_t$$

Poiché $\gamma = (B_t - B_{t-1})/B_{t-1}$, possiamo infine scrivere:

$$\gamma = i + \frac{G_t - T_t}{B_{t-1}}$$

[52] Cfr. Barro (1989), p. 204.

apprestiamo dunque a svolgere alcune riflessioni intorno ai limiti fondamentali di questa teoria della sostenibilità del debito pubblico, poiché essa rappresenta, come mostreremo, la base delle moderne formulazioni del concetto di sostenibilità del debito pubblico.

Tenteremo ora di argomentare che la nozione di sostenibilità del debito pubblico fondata sulla condizione di trasversalità incontra – pur ragionando all'interno dell'impostazione teorica entro cui è stata elaborata – due ordini di problemi: dal punto di vista dei presupposti teorici, esistono diversi dubbi circa la possibilità di estendere il ragionamento svolto sul singolo individuo al settore privato nel suo complesso, prima, ed al soggetto pubblico poi; dal punto di vista del contenuto normativo, invece, quella nozione di sostenibilità finisce per tradursi in una condizione che, a causa del particolare orizzonte temporale adottato, risulta ben poco rilevante per l'orientamento della politica fiscale.

2.2.5 I limiti teorici

L'articolata operazione teorica che è alla base dell'analogia tra sostenibilità del debito pubblico e sostenibilità del debito privato, ossia il passaggio dall'analisi del debito individuale a quella del debito del settore privato, ed infine l'attribuzione al settore pubblico delle stessa nozione di sostenibilità del settore privato, è stata progressivamente sospinta al di fuori del dibattito scientifico ed assorbita acriticamente dalla letteratura, tanto da essere addirittura percepita, non di rado, come un mero presupposto 'contabile' all'analisi della sostenibilità del debito pubblico e non, essa stessa, il frutto di una serie di ipotesi, nonché di un preciso contesto teorico di riferimento.

Un elemento che ha senz'altro contribuito a nascondere la natura eminentemente teorica della nozione di sostenibilità del debito pubblico, conferendole la neutralità tipica delle nozioni contabili, sempre valide e dunque indiscutibili, può a nostro avviso essere individuato nell'adozione, diffusa nella letteratura, del termine 'vincolo di bilancio intertemporale del governo' con riferimento alla nostra equazione [11], che discende dall'azzeramento del valore

attuale del futuro debito pubblico. Blanchard *et al.* (1987) spiegano, ad esempio, che: "*The dynamic budget constraint links debt accumulation to the level of debt, interest rates, and the noninterest budget surplus […]. The intertemporal budget constraint is then obtained by using a transversality condition.*"[53] Come abbiamo mostrato, il vincolo di bilancio del governo – una mera identità contabile – è rappresentato dall'equazione [4b], detta da Blanchard *et al. (1987)* "vincolo di bilancio dinamico", mentre è necessario articolare un complesso ragionamento teorico per poter definire un concetto di sostenibilità del debito pubblico incentrato sull'annullamento del valore attuale del futuro debito. Questa fondamentale differenza, che separa una identità contabile da una condizione teorica, sembra perdersi non appena ci si riferisce alla condizione [11] come ad un particolare *vincolo di bilancio*, detto intertemporale: in questa maniera, infatti, si tende ad attribuire natura contabile (propria di un qualsiasi vincolo di bilancio, che svolge esattamente il compito di fotografare il nesso tra risorse ed impieghi) ad una condizione squisitamente teorica, rendendo così invisibili i presupposti dell'analisi neoclassica della sostenibilità, e dunque allontanando dal dibattito scientifico lo studio, che il presente capitolo intende sviluppare, della coerenza e della solidità di quel particolare schema logico entro cui è stato possibile elaborare il concetto oggi diffuso di sostenibilità delle finanze pubbliche.

L'ambiguità implicita in quel linguaggio è tale da consentire, ad esempio, al Fondo Monetario Internazionale di sostenere, nelle sue Note Tecniche, che "*[t]he government budget constraint states that the net present value of all future primary bilances must be sufficient to pay back the initial debt.*"[54] Alla stessa stregua, la Commissione Europea ha potuto sostenere che "*[t]he standard expression of the intertemporal budget constraint is a straightforward application of the accounting equation describing the dynamics of debt and deficits*"[55]. Espressa in questa forma, la particolare nozione di sostenibilità del

[53] Cfr. Blanchard *et al.* (1987), p. 200.
[54] Cfr. Escolano (2010), p. 8.
[55] Cfr. European Commission (1990), p. 108.

debito pubblico che richiede l'annullamento del valore attuale del futuro debito sembra scaturire dal semplice rispetto della contabilità del governo, e dunque assume un carattere di necessità che, se è proprio delle identità contabili, non è però attribuibile ad una condizione teorica, la quale può trarre la sua validità solamente dalla solidità della struttura logica su cui è fondata, e che ora metteremo sotto esame.

Notiamo, in via preliminare, che sarà probabilmente da imputare a questa scarsa consapevolezza dei suoi stessi presupposti teorici il fatto che l'analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico è giunta, nelle sue moderne formulazioni, a contraddire le sue stesse premesse – come tenteremo di mostrare nella parte centrale del presente lavoro.

La costruzione teorica che consente di tracciare il perimetro della sostenibilità del debito pubblico intorno all'azzeramento del valore attuale del futuro debito ha i suoi passaggi fondamentali nell'estensione del concetto di sostenibilità del debito individuale al settore privato nel suo complesso e, successivamente, nell'attribuzione al debito pubblico della medesima nozione di sostenibilità elaborata con riferimento al debito privato.

Ripercorrendo il metodo adottato dalla letteratura neoclassica per estendere il concetto di sostenibilità del debito *privato* dal singolo individuo al settore privato nel suo complesso, possiamo concentrare la nostra attenzione sulle premesse di una simile operazione, ovverosia sulla soluzione ideata dalla letteratura in esame per risolvere l'incompatibilità che sussiste tra l'adozione di un orizzonte temporale finito, che abbiamo visto svolgere un ruolo fondamentale nella definizione del concetto di sostenibilità del debito del singolo individuo, e la necessità di estendere l'analisi alla generalità del settore privato. Quella soluzione, come illustrato, consiste nell'estendere all'infinito l'orizzonte temporale, e dobbiamo ora interrogarci sulla compatibilità tra questa ipotesi particolare e l'impianto logico adottato nell'analisi del debito del singolo individuo, laddove il ragionamento si svolgeva entro un orizzonte temporale finito.

L'analisi della sostenibilità del debito del singolo individuo era fondata, come abbiamo spiegato, sull'idea che lo stesso processo di massimizzazione dell'utilità impedisca al comportamento individuale di preservare, alla data terminale, un ammontare positivo di ricchezza netta, dal momento che il valore attuale di quella ricchezza coincide con un certo livello di consumi che, se realizzati, avrebbero senz'alto aumentato l'utilità dell'individuo. È evidente che un simile ragionamento si basa sull'esistenza di una specifica data *H* oltre la quale risulta impossibile incrementare l'utilità individuale: è proprio l'esistenza di tale limite, infatti, a determinare la convenienza, per l'individuo, a consumare entro la data terminale tutte le risorse a sua disposizione, definendo così il perimetro della solvenza intorno all'azzeramento del valore attuale del futuro debito. La rilevanza dell'esistenza di una precisa data terminale, per la tenuta dell'intero ragionamento su cui si fonda il concetto di sostenibilità del debito, ci fa dunque dubitare della possibilità di ripetere gli stessi passaggi logici entro un orizzonte temporale infinito, ossia in assenza di un termine ultimo entro cui misurare l'utilità individuale: nell'istante in cui adottiamo il punto di vista dell'agente rappresentativo, e dunque estendiamo all'infinito l'orizzonte temporale del vincolo di bilancio, sottraiamo al concetto di sostenibilità del debito un punto di riferimento fondamentale, e precisamente quella data terminale che, in ultima analisi, traduce la massimizzazione dell'utilità individuale nell'azzeramento del valore attuale della ricchezza netta accumulata e, conseguentemente, nell'impossibilità di giungere a quel termine con un indebitamento netto positivo.

Di per sé, l'estensione all'infinito dell'orizzonte temporale può essere ritenuta un'ipotesi plausibile, che tenta di mimare l'indefinito orizzonte che caratterizza senz'altro il punto di vista del settore privato dell'economia nel suo complesso. Il problema sorge piuttosto dalla incompatibilità tra questo elemento dell'analisi ed un ragionamento, quale quello sulla sostenibilità del debito individuale, che limita il calcolo dell'utilità ad una data terminale: l'annullamento del valore attuale del futuro debito individuale è, nella cornice teorica

neoclassica, un risultato del comportamento ottimizzante dell'individuo solamente perché si è ipotizzato che esista una data *H* dopo la quale quell'individuo non desideri detenere ricchezza netta dotata di valore attuale positivo. Se, nell'adottare il punto di vista dell'agente rappresentativo del settore privato, si estende l'orizzonte temporale all'infinito, non si può più – a nostro avviso – ripetere il ragionamento che, invece, appariva lecito sviluppare con riferimento al debito individuale. Una volta esteso all'infinito l'orizzonte temporale, Barro, come abbiamo visto, sostiene che "*the family does not leave over asymptotically any resources that have a finite, positive present value*"[56]: questo è vero, all'interno della logica della teoria neoclassica, ma dal momento che è vero "asintoticamente", significa proprio che quella circostanza è destinata a non realizzarsi mai, a "non incontrarsi", come suggerisce l'etimologia della parola. E pertanto non si può più affermare che il valore attuale della ricchezza netta futura sia destinato ad annullarsi, poiché la forza che è in grado di generare quell'annullamento, spingendo l'individuo a consumare progressivamente il proprio capitale reale, non agirà mai, ossia agirà asintoticamente. Il concetto di asintoto è prezioso, per la scienza, poiché consente di definire con approssimazione qualcosa che non si può altrimenti cogliere: se, ad esempio, ci fossero ragioni sufficienti a giustificare l'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico, sarebbe possibile, proprio grazie a quella nozione, misurare gli effetti di quell'annullamento sul vincolo di bilancio del governo, ossia passare dalla [5b] alla [11], nonostante l'intervallo di tempo infinito entro cui il calcolo è costretto. Tuttavia, non è in prossimità della data finale *H* che l'individuo trova conveniente, secondo lo schema neoclassico, azzerare il valore attuale della propria ricchezza netta, e dunque non è possibile ipotizzare che la forza che induce quell'azzeramento agisca *in prossimità* di quella data: se il calcolo dell'utilità non ha un limite finito, non vi sono ragioni sufficienti a ritenere che la massimizzazione dell'utilità individuale conduca all'annullamento del valore attuale della ricchezza futura. Abbiamo potuto constatare che quel limite

[56] Barro (1989), pp. 180-81.

finito viene necessariamente meno non appena si sposti l'attenzione dal singolo individuo al settore privato nel suo complesso: nell'aggregazione di diverse generazioni sovrapposte si perde la possibilità di limitare il calcolo dell'utilità ad una precisa data, e dunque vengono a mancare i presupposti per sviluppare, con riferimento all'agente rappresentativo del settore privato, il medesimo ragionamento che era alla base della condizione di sostenibilità del debito individuale. Non a caso, alcuni autori[57] impiegano il termine "*lifetime budget constraint*" in luogo di "*intertemporal budget constraint*" per individuare la nozione di sostenibilità che si ottiene imponendo al vincolo di bilancio la condizione di trasversalità, dimostrando di avere in mente l'esistenza di una specifica data terminale, ossia l'orizzonte di vita del singolo individuo, quando sviluppano un ragionamento sulla sostenibilità del debito, coerentemente con quanto da noi suggerito.

Alla luce di queste considerazioni, riteniamo quantomeno fragile quel particolare passaggio logico tramite cui l'analisi neoclassica ha esteso una nozione di sostenibilità del debito privato individuale ad un ipotetico agente rappresentativo, perché la sovrapposizione di diverse generazioni all'interno di uno stesso 'settore privato' fa venir meno un elemento necessario al ragionamento sviluppato con riferimento al debito individuale, e precisamente fa mancare l'esistenza di una definita data terminale entro cui considerare il processo di massimizzazione dell'utilità.

La questione della validità del concetto di sostenibilità basato sull'applicazione della condizione di trasversalità entro un orizzonte temporale infinito appare, a nostro avviso, degna di essere approfondita, ma sarà qui abbandonata in quanto cade al di fuori del campo d'indagine della presente ricerca, incentrata sulle moderne formulazioni del concetto di sostenibilità del debito pubblico, le quali semplicemente ereditano dalle formulazioni tradizionali l'orizzonte temporale infinito.

[57] Si veda, ad esempio, Burnside (2005).

La seconda colonna su cui poggia la teoria della sostenibilità del debito pubblico elaborata in ambito neoclassico è costituita dalla stretta analogia che viene stabilita, dal punto di vista della sostenibilità, tra debito pubblico e debito privato. Tale analogia, come abbiamo avuto modo di mostrare, non è il risultato di un ragionamento sviluppato parallelamente sul settore pubblico e su quello privato, ma proviene piuttosto dall'imposizione al vincolo di bilancio del settore pubblico di una condizione che discende dalla massimizzazione dell'utilità del settore privato, e dunque sembra avere le sue radici nelle stesse forze che determinano l'equilibrio economico generale: dal momento che gli individui non trovano conveniente detenere, alla data terminale, ricchezza netta che abbia un valore attuale positivo, e posto che i titoli del debito pubblico compaiono tra le attività detenute dal settore privato, sembra possibile affermare che la massimizzazione dell'utilità dell'agente rappresentativo del settore privato conduca, di per sé, all'azzeramento del valore attuale del debito pubblico accumulato alla data terminale. Vista da vicino, dunque, questa analogia passa per l'introduzione del debito pubblico nella contabilità dell'agente rappresentativo del settore privato. È a partire da questa contabilità integrata, capace cioè di dar conto dell'influenza esercitata dall'intervento pubblico sul vincolo di bilancio del settore privato, che risulta possibile affermare, con Spaventa, che "[*t*]*he government's intertemporal budget constraint is the necessary counterpart of a transversality condition for rational agents with infinite horizons*"[58], oppure, con Arestis e Sawyer, che "*in effect if the private sector imposed upon itself the intertemporal budget constraint, then the government would be faced with a corresponding constraint*"[59].

Procediamo dunque a definire questa contabilità integrata, in modo da sottoporre ad analisi l'idea secondo cui l'azzeramento del valore attuale della ricchezza netta privata detenuta alla data terminale implichi *necessariamente* che anche il valore attuale del debito pubblico detenuto a quella data tenda ad annullarsi. La presenza dello stato in economia si riflette, dal punto di vista del

[58] Cfr. Spaventa (1978), p. 378, nota 4.
[59] Cfr. Arestis e Sawyer (2009), p. 98.

vincolo di bilancio del settore privato, nell'introduzione di una nuova attività, costituita dai titoli del debito pubblico detenuti inizialmente dal settore privato, tra le risorse a disposizione della collettività, ma anche dall'aggiunta, tra le passività di quel settore, delle imposte future e del livello del debito pubblico accumulato alla data terminale, che rappresentano due nuovi possibili impieghi delle risorse disponibili. Assumendo l'angolo visuale dell'identità [1], possiamo dunque scrivere:

$$W_t + K_{t-1}(1+i) + B_{t-1}(1+i) = C_t + K_t + T_t + B_t \qquad [1c]$$

Questo vincolo di bilancio ci dice semplicemente che l'agente rappresentativo del settore privato ha a disposizione risorse costituite dal reddito da lavoro degli individui, dal capitale inizialmente detenuto, dal prodotto marginale di questo capitale (per ipotesi uguale al tasso di interesse), dall'ammontare di titoli del debito pubblico detenuti ed infine dagli interessi percepiti su quei titoli; tali risorse possono tradursi in consumi, in accumulazione di capitale, essere trasferite allo stato tramite la tassazione oppure essere investite in titoli pubblici. Se esprimiamo la [1c] in termini di valori attuali alla data iniziale, ed estendiamo l'orizzonte temporale all'infinito, coerentemente con l'analisi illustrata nei paragrafi precedenti, possiamo scrivere:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{W_t}{(1+i)^t} + K_0 + B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+i)^t} + \lim_{H\to\infty} \frac{K_H}{(1+i)^H} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_t}{(1+i)^t} + \lim_{H\to\infty} \frac{B_H}{(1+i)^H} \qquad [2c]$$

La massimizzazione dell'utilità individuale condurrà l'agente rappresentativo ad azzerare il valore attuale delle attività nette detenute alla data terminale. Cerchiamo ora di mostrare che questo processo è plausibile, seppur nei limiti evidenziati, quando riferito alla quota della ricchezza netta del settore privato costituita da capitale reale, mentre non ha alcun fondamento se

rivolgiamo l'attenzione a quella parte delle attività nette del settore privato che è rappresentata dai titoli del debito pubblico detenuti dalla collettività.

Sappiamo, dall'analisi svolta precedentemente, che il comportamento ottimizzante dell'agente rappresentativo del settore privato risulta incompatibile con un valore attuale positivo del capitale reale detenuto alla data terminale solamente perché quel valore positivo significherebbe che "*household is doing something suboptimal, since it is voluntarily giving up a constant stream of income that could be used to permanently increase its consumption*"[60]: alla radice della condizione di trasversalità vi è la possibilità, per il settore privato nel suo complesso, di impiegare sotto forma di consumo le risorse che altrimenti andrebbero a costituire il capitale reale detenuto alla data terminale.

È semplice verificare questa circostanza a partire proprio dal vincolo di bilancio [2c]. Una riduzione del termine che rappresenta il valore attuale del capitale reale detenuto alla data *H* significa un incremento delle risorse disponibili, e dunque l'opportunità di aumentare in maniera corrispondente uno degli impieghi alternativi all'accumulazione di capitale. Questi impieghi alternativi sono potenzialmente rappresentati dai consumi, dalla tassazione e dall'acquisto di titoli del debito pubblico. Dal momento che nulla è accaduto sul fronte del settore pubblico, dobbiamo ipotizzare che il prelievo fiscale sia rimasto inalterato e che non vi siano nuovi titoli del debito pubblico in circolazione, emessi per far fronte a nuovi eccessi di spesa pubblica sulle entrate fiscali: in altre parole, dei tre possibili impieghi alternativi all'accumulazione di capitale, solo i consumi sono suscettibili di essere aumentati, e dunque risulta possibile affermare che, all'interno di questo quadro teorico, la riduzione del valore attuale del capitale reale detenuto alla data terminale dal settore privato si accompagna necessariamente all'aumento della spesa per consumi, e proprio per questa via consente all'agente rappresentativo del settore privato di accrescere la sua utilità. Sulla base di queste considerazioni, appare legittimo

[60] Cfr. Burnside (2005), Cap. 2, p.14.

imporre al vincolo di bilancio del settore privato la condizione [5a], ossia l'azzeramento del valore attuale del capitale reale detenuto alla data terminale:

$$\lim_{H\to\infty} \frac{K_H}{(1+i)^H} = 0 \qquad [5a]$$

Il vincolo di bilancio dell'agente rappresentativo del settore privato, espresso dalla [2c], deve dunque essere opportunamente modificato:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{W_t}{(1+i)^t} + K_0 + B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_t}{(1+i)^t} + \lim_{H\to\infty} \frac{B_H}{(1+i)^H} \qquad [3c]$$

A partire da questa equazione, che riflette lo stato del vincolo di bilancio del settore privato una volta imposta la condizione di azzeramento del valore attuale del futuro capitale reale, è possibile procedere ad un'analisi più approfondita dell'impatto che avrebbe sull'utilità dell'agente rappresentativo l'azzeramento del valore attuale dell'altra quota della ricchezza netta detenuta del settore privato, ossia il debito pubblico. Questo azzeramento, considerato un semplice risultato del comportamento ottimizzante degli individui, rappresenta la premessa all'analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico. Tenteremo ora di mostrare che l'azzeramento del valore attuale del futuro debito pubblico, presentato dalla letteratura neoclassica come una conseguenza dell'annullamento del valore attuale della ricchezza netta detenuta dal settore privato, non risponde, in generale, alla logica della massimizzazione dell'utilità individuale, come invece avviene nel caso della condizione [5a], e dunque non può essere concepito come il risultato delle forze determinanti l'equilibrio economico generale.

Possiamo riscrivere la [3c] nella forma:

$$K_0 + B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(C_t + T_t - W_t)}{(1+i)^t} + \lim_{H\to\infty} \frac{B_H}{(1+i)^H} \qquad [4c]$$

In questa maniera è possibile osservare che – data la ricchezza netta iniziale – l'annullamento del valore attuale del debito pubblico detenuto alla data terminale è in grado di liberare, dal punto di vista del vincolo di bilancio dell'agente rappresentativo del settore privato, un ammontare di risorse che possono tradursi in un aumento dei consumi o, alternativamente, in un aumento della tassazione pagata dal settore privato al settore pubblico. Dal punto di vista del settore pubblico, d'altro canto, l'annullamento del valore attuale del debito pubblico detenuto alla data terminale può essere conseguito, essenzialmente, in due modi distinti[61]: tramite un incremento nella tassazione, oppure tramite la riduzione della spesa pubblica. Come illustrato nel paragrafo precedente, basta infatti imporre la condizione di trasversalità al vincolo di bilancio del governo per rappresentare le possibili combinazioni di spesa pubblica e tassazione compatibili con l'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico:

$$B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(T_t - G_t)}{(1+i)^t} \qquad [11]$$

L'esistenza di un debito pubblico iniziale positivo, di qualsiasi entità, impone – date le premesse – che il governo proceda prima o poi a realizzare un'eccedenza delle entrate correnti sulle uscite correnti. Nel caso in cui tale processo venga realizzato unicamente tramite un incremento delle imposte, si avrà un aumento della tassazione esattamente corrispondente, in termini di valore attuale, all'annullamento del futuro debito pubblico.

Questo significa che, tornando al vincolo di bilancio intertemporale del settore privato [3c], le risorse private liberate dall'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico saranno interamente assorbite dal corrispondente incremento nel valore attuale della pressione fiscale, e pertanto non potranno tradursi in maggiori consumi, ossia in maggiore utilità. In questo

[61] Sarà di norma, come è ovvio, conseguito tramite una combinazione di questi due strumenti, ma l'analisi deve considerare distintamente i due casi.

caso viene del tutto meno la possibilità di affermare che l'annullamento del valore attuale di questa quota della ricchezza netta del settore privato consenta, tramite un incremento dei consumi privati, di aumentare l'utilità dell'agente rappresentativo del settore privato, e dunque viene meno, in ultima istanza, la possibilità di attribuire al comportamento ottimizzante dell'agente rappresentativo l'azzeramento del valore attuale del futuro debito pubblico, a meno di ipotizzare "una assurda preferenza del settore privato per la cancellazione di una quota della propria ricchezza rispetto al suo indefinito mantenimento."[62]

Nel caso in cui, invece di aumentare le tasse, si proceda ad azzerare il valore attuale del futuro debito pubblico tramite una contrazione della spesa pubblica, la condizione di pieno impiego delle risorse ci garantisce che la riduzione della spesa pubblica si tradurrà in un incremento della spesa privata per consumi e dunque, in ultima istanza, in un incremento di utilità per il settore privato nel suo complesso. Tuttavia si dovranno considerare, perché l'analisi sia completa, gli effetti diretti (in opposizione a quelli che passano per la spesa privata) di questa politica fiscale sull'utilità dell'agente rappresentativo del settore privato: ciò significa che sarà possibile associare l'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico ad un incremento *netto* di utilità del settore privato solamente qualora si ipotizzi che la spesa pubblica contribuisca all'utilità privata in misura minore della spesa privata, o addirittura che non vi contribuisca affatto.

Ciò che si è reso evidente, a questo punto, è la totale asimmetria che sussiste tra gli effetti sull'utilità del settore privato derivanti dall'azzeramento del valore attuale di quella quota della ricchezza netta privata che è costituita da capitale reale, da un lato, e quelli derivanti dall'azzeramento del valore attuale dei titoli del debito pubblico detenuti dalla collettività: il grado di generalità con cui è possibile affermare che l'azzeramento del valore attuale del futuro capitale reale conduce ad un incremento di utilità del settore privato, sufficiente a

[62] Cfr. Ciccone (2002), p. 120.

giustificare l'applicazione della condizione di trasversalità al vincolo di bilancio di quel settore, non è riscontrabile quando riferiamo la medesima analisi a quella quota della ricchezza privata costituita da titoli del debito pubblico. Quella condizione, abbiamo dimostrato, ha senso con riferimento al capitale reale detenuto dal settore privato solo in quanto si associa ad un incremento di utilità altrimenti irrealizzabile, mentre perde di significato quando viene applicata al credito del settore privato verso il settore pubblico, poiché la possibilità che l'azzeramento di quella grandezza si traduca in un incremento di utilità del settore privato è non solo trascurabile (in quanto richiede ipotesi *ad hoc* sulla inefficacia della spesa pubblica), ma addirittura irrilevante:

> "per l'individuo rappresentativo la preferenza per un valore attuale nullo, piuttosto che positivo, dello *stock* futuro del debito pubblico dipenderebbe dal tipo di politica fiscale con cui quel risultato è ottenuto. Tale preferenza non esisterebbe nel caso in cui l'annullamento avvenisse per mezzo di maggiori imposte, ed esisterebbe, ma nei limiti in cui i consumi pubblici non siano sostituti perfetti dei consumi privati, nel caso in cui l'annullamento venisse invece prodotto da minori livelli di spesa pubblica. Poiché non può assumersi che la scelta della modalità della politica fiscale sia subordinata al controllo diretto del settore privato, viene meno la base per presumere che il complesso degli individui consideri necessariamente ottimale un valore attuale nullo per il futuro debito pubblico." (Ciccone, 2002, p. 121.)

Nel criticare questo secondo pilastro del ragionamento neoclassico sulla sostenibilità del debito pubblico, ossia la possibilità di estendere al settore pubblico il medesimo concetto di sostenibilità elaborato con riferimento al settore privato dell'economia, abbiamo mostrato come la teoria neoclassica della sostenibilità poggi, in ultima istanza, su una falsa analogia tra settore pubblico e settore privato: ciò che può essere vero per il capitale reale detenuto dal settore privato non è affatto vero per i titoli del debito pubblico detenuti dalla collettività, e pertanto non risulta possibile – come vuole la letteratura

neoclassica – imporre la condizione di trasversalità al vincolo di bilancio del governo, e dunque affermare che le stesse forze che conducono alla massimizzazione dell'utilità individuale spingeranno il valore attuale del futuro debito pubblico ad annullarsi.

Dal momento che l'applicazione della condizione di trasversalità al vincolo di bilancio del governo è l'espressione analitica della nozione neoclassica di sostenibilità del debito pubblico, possiamo affermare che quel concetto – sintetizzabile nell'idea che la sostenibilità del debito pubblico richieda, prima o poi, la realizzazione di avanzi primari da parte del governo – risulta, alla luce delle considerazioni svolte, privo di solide fondamenta logiche[63].

2.2.6 I limiti del contenuto normativo

Il presente lavoro procederà, d'ora in avanti, come se i limiti della struttura teorica sottostante il concetto di vincolo di bilancio intertemporale del governo, fin qui illustrati, non esistessero. Sarà così possibile mostrare che, pur accettando la validità delle premesse teoriche della nozione di sostenibilità del debito pubblico elaborata in ambito neoclassico, non è possibile trarre da essa alcun orientamento di politica economica rilevante, a causa del particolare orizzonte temporale entro cui è stata sviluppata quella nozione di sostenibilità.

Quando ci riferiamo al contenuto normativo del concetto di vincolo di bilancio intertemporale del governo, abbiamo senz'altro in mente le prescrizioni di politica fiscale che scaturiscono direttamente dall'applicazione della condizione di trasversalità al vincolo di bilancio del settore pubblico, sintetizzate dall'equazione:

$$B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(T_t - G_t)}{(1+i)^t} \qquad [11]$$

[63] Difatti la condizione [11], che esprime la necessità di realizzare avanzi primari in presenza di un debito pubblico presente positivo è stata ottenuta imponendo al vincolo di bilancio dello stato la condizione di trasversalità [5b].

L'equazione [11] impone, coerentemente con l'annullamento del valore attuale del debito pubblico accumulato alla data finale, che il governo realizzi degli avanzi primari di bilancio qualora intenda rendere sostenibile l'ammontare di debito pubblico detenuto inizialmente. In altri termini, come è evidente se si guarda anche alla condizione di trasversalità [6b], l'esistenza di un debito pubblico presente positivo richiede, secondo questa teoria, che il livello della tassazione sia tale da coprire, oltre alla spesa pubblica corrente, anche una parte degli interessi sul debito, in modo che non vi sia bisogno di pagare quegli interessi emettendo, di volta in volta, alla maniera di Carlo Ponzi, un equivalente ammontare di nuovo debito, e dunque in modo tale da consentire al governo di evitare il destino del truffatore italiano. Nelle parole di Blanchard *et al.* (1990): "*for a fiscal policy to be sustainable, a government which has debt outstanding must anticipate sooner or later to run primary budget surpluses*."[64]

Una simile indicazione di politica economica può apparire puntuale solamente ad uno sguardo superficiale: se è vero, da un lato, che essa individua la *necessità* ineludibile di realizzare una eccedenza delle entrate fiscali sulla spesa pubblica, è altrettanto vero che questa necessità, pur accettando lo schema logico disegnato dai teorici neoclassici, viene proiettata – per costruzione – su un orizzonte di tempo infinito, di modo che quell'apparente ineludibilità risulta completamente svuotata del suo significato. Una politica fiscale risulta dunque sostenibile, nel senso illustrato nei paragrafi precedenti, se il governo è in grado di realizzare "*sooner or later*" degli avanzi primari di bilancio sopra un orizzonte temporale infinito, cosicché non vi è alcuna possibilità di affermare che un qualsiasi ammontare di debito pubblico accumulato risulti insostenibile, data l'illimitatezza dell'arco temporale entro cui appare possibile procedere al rientro dalla posizione debitoria.

Si noti che questo problema è distinto da quello affrontato nel paragrafo precedente, relativo alla possibilità di attribuire al settore privato nel suo complesso un concetto di sostenibilità del debito elaborato con riferimento

[64] Cfr. Blanchard *et al.* (1990), p. 12.

all'orizzonte temporale finito del singolo individuo. In quel caso abbiamo messo in discussione l'idea che l'estensione dell'orizzonte temporale all'infinito sia compatibile con l'idea che il processo di massimizzazione dell'utilità implichi l'azzeramento del valore attuale della ricchezza netta posseduta alla data terminale; in questo caso, invece, accettiamo la validità di quel passaggio logico, e dunque la proiezione dell'analisi sull'orizzonte temporale infinito, per interrogarci sul contenuto normativo del concetto di sostenibilità del debito pubblico che ne scaturisce. In altre parole accettiamo la validità della condizione di trasversalità, espressa dall'equazione [6b], e ci chiediamo quale sia il suo reale significato: la risposta a questo quesito è che quella nozione di sostenibilità fornisce un'indicazione di politica economica che non ha una rilevanza pratica, proprio a causa dell'orizzonte temporale che è stato imposto all'analisi nel corso della sua elaborazione teorica, illustrata precedentemente.

Dal punto di vista del contenuto normativo della condizione di sostenibilità qui illustrata, dunque, appare lecito interrogarsi sul ruolo svolto nell'analisi dall'adozione di un orizzonte temporale infinito. Poiché una rimozione di quella particolare ipotesi conferirebbe tutt'altro significato alla nozione di sostenibilità del debito pubblico, permettendo di individuare un concreto programma di politica fiscale compatibile con la condizione di trasversalità, ci si dovrà chiedere quali conseguenze avrebbe per l'analisi della sostenibilità del debito pubblico l'adozione di un orizzonte temporale finito.

Alla luce delle considerazioni svolte fin qui, risulta semplice rispondere a questo interrogativo facendo riferimento alla nostra analisi della nozione di sostenibilità del debito privato *individuale* sviluppata secondo l'impostazione neoclassica. Abbiamo infatti osservato che, quando si adotta un orizzonte temporale finito, come nel caso del singolo individuo, la condizione di trasversalità assume un significato sostanzialmente differente da quello che è possibile attribuirle nel caso in cui non esista una data terminale, poiché finisce per implicare non già l'annullamento del *valore attuale* del futuro livello del debito futuro, ma addirittura l'annullamento del suo *valore corrente*. In altre

parole, risulta possibile annullare il valore attuale del debito pubblico accumulato alla specifica data *H* solamente qualora si proceda all'estinzione di quel debito entro quel termine: in questo senso, la nozione di sostenibilità del debito pubblico finisce per tradursi in "un impegno drastico (e, se si vuole, banale) alla *estinzione* del debito stesso entro una data arbitraria"[65], impegno cui è difficile attribuire una qualsiasi giustificazione teorica, proprio in ragione dell'arbitrarietà dell'orizzonte temporale finito che si decide di fissare. Se formulata entro un orizzonte temporale finito, la nozione di sostenibilità del debito pubblico fin qui illustrata finisce per disegnare un programma di politica fiscale che conduce all'annullamento del debito pubblico entro una certa data, definendo così un obiettivo di politica economica che non è dato rintracciare nella storia, e appare dunque incompatibile con il concreto funzionamento dei sistemi economici. Si noti che, al contrario, la condizione di sostenibilità del debito pubblico elaborata nell'ambito della teoria neoclassica, specificata dalla [5b], risulta perfettamente compatibile con la realizzazione indefinita di disavanzi pubblici, purché si realizzino avanzi *primari* di bilancio, e dunque non confligge con l'osservazione della realtà, che ci restituisce l'immagine di stati caratterizzati da un ammontare di debito pubblico crescente nel tempo, il quale tuttavia non compromette l'ordinario funzionamento di quelle economie, e pertanto non appare insostenibile. Dimostrando attenzione al rapporto tra teoria e osservazione empirica, alcuni autori hanno infatti affermato che la nozione neoclassica di sostenibilità del debito pubblico "*does not imply that debt is ever repaid or even remains constant*"[66], cosa che invece sarebbe vera nel caso in cui l'analisi fosse costretta entro un orizzonte temporale finito.

Si può dunque sostenere che il ruolo svolto dall'adozione di un orizzonte temporale infinito assume una rilevanza centrale nella costruzione teorica in esame, poiché – riflettendo il punto di vista dell'agente rappresentativo del settore privato, il quale incorpora l'utilità di generazioni sovrapposte – consente all'analisi di elaborare una nozione di sostenibilità del debito che non si risolve

[65] Cfr. Ciccone (2002), p. 116.
[66] Cfr. Blanchard *et al.* (1987), p. 201.

nell'idea che tutti i debiti, e dunque anche il debito pubblico, siano estinti entro un certo termine fissato arbitrariamente, circostanza che invece appariva logica dal punto vista del singolo individuo, laddove quel termine coincideva plausibilmente con l'orizzonte di vita dell'individuo.

Non appare dunque possibile rinunciare, nel contesto analitico illustrato, all'adozione di un orizzonte temporale infinito, e pertanto possiamo concludere che la specifica nozione di sostenibilità del debito pubblico che si ricava dal vincolo di bilancio intertemporale del governo è destinata, per costruzione, a risolversi in una prescrizione di politica fiscale resa irrilevante dall'indefinitezza della dimensione temporale entro cui è disegnata.

2.3 La moderna analisi della sostenibilità del debito pubblico

2.3.1 Premessa ad un'analisi critica

Nella sezione precedente abbiamo illustrato le premesse teoriche della nozione di sostenibilità del debito pubblico elaborata in ambiente neoclassico, mettendone anche in evidenza i limiti, tanto dal punto di vista teorico quanto dal punto di vista del contenuto normativo. Concentrando la nostra attenzione su quest'ultimo angolo visuale, abbiamo osservato come la nozione di sostenibilità del debito pubblico fondata sulla condizione di trasversalità risulti sostanzialmente incapace di fornire alla politica fiscale alcuna indicazione rilevante, poiché l'orientamento di politica economica che ne scaturisce, ossia la necessità di realizzare, *prima o poi*, un avanzo primario, si rivela inconsistente entro l'orizzonte temporale infinito su cui l'analisi è proiettata.

Tutte queste considerazioni sui limiti della teoria neoclassica della sostenibilità si scontrano, però, con la realtà dell'attuale dibattito sulla crisi dell'eurozona. Quel dibattito è incentrato, come abbiamo mostrato all'inizio di questo capitolo, sull'idea che la stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e Pil conduca alla sostenibilità del debito, e dunque ruota attorno ad una nozione

di sostenibilità, la "condizione di stabilità", che appare perfettamente in grado di fornire quelle puntuali indicazioni di politica fiscale che non sembrava possibile dedurre dalla semplice applicazione della condizione di trasversalità al vincolo di bilancio del settore pubblico. In altre parole, se si guarda al dibattito di politica economica sull'attuale crisi dell'area euro, ma anche e soprattutto alle politiche che concretamente vengono applicate in Europa in questi anni, a partire dalla Grecia, si può cogliere la centralità di una nozione di sostenibilità del debito pubblico che, almeno nelle apparenze, si discosta da quella illustrata nella sezione precedente; in particolare, è proprio nella misura in cui questa "nuova" nozione diverge da quella precedente, che essa rappresenta "*a more practical criteri[on] for sustainability*"[67], risultando in grado di fornire prescrizioni di politica fiscale caratterizzate da un forte contenuto normativo – tanto forte da imporre con urgenza, alla Grecia come ad altri paesi dell'area euro, la realizzazione di avanzi primari consistenti a partire dal 2009.

Concentrando la nostra attenzione sulle origini teoriche della "condizione di stabilità", tenteremo di mostrare che, lungi dal rappresentare una nuova e differente nozione di sostenibilità, essa poggia interamente sull'analisi neoclassica tradizionale, analisi di cui può essere concepita come la più recente evoluzione. A quel punto, argomenteremo che questo moderno concetto di sostenibilità, frontiera dell'analisi neoclassica, svolge la funzione di rendere invisibili i limiti di carattere normativo della nozione tradizionale, nascondendoli dietro alcune ipotesi *ad hoc*, ma non è in grado di superarli.

La possibilità di immaginare una nozione di sostenibilità del debito pubblico incastonata nell'analisi neoclassica e, al tempo stesso, dotata di un contenuto normativo chiaro e definito, possibilità che ha orientato la politica economica europea negli anni più recenti, lascerà così il posto, nella nostra analisi, ad uno stato dell'arte ben diverso: l'analisi neoclassica, concluderemo, risulta incapace di definire un concetto di sostenibilità del debito pubblico teoricamente solido e dotato, al tempo stesso, di un contenuto normativo

[67] Cfr. Roubini (2001), p. 6.

significativo. Di conseguenza, l'insostenibilità del debito pubblico greco accumulato alla fine del 2009 dovrà essere ridiscussa all'interno di una diversa e alternativa cornice teorica, come proveremo a fare nei capitoli successivi.

2.3.2 Le origini teoriche della 'condizione di stabilità'

Tenteremo ora di mostrare che la condizione di stabilità del rapporto debito/Pil viene introdotta nell'analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico come una ipotesi particolare, con lo scopo di superare i limiti che l'estensione all'infinito dell'orizzonte temporale impone al contenuto normativo di quel concetto di sostenibilità. Come vedremo, l'analisi si sposta dal valore assoluto del debito pubblico al suo rapporto con il Pil nel tentativo di ristabilire, entro l'orizzonte temporale infinito, le medesime condizioni – valide per il singolo individuo in un arco di tempo definito – che consentivano di associare all'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico l'effettivo rimborso integrale di quel debito alla data terminale, e che solamente per questo motivo si traducevano nell'improrogabile necessità di realizzare risparmi netti positivi (ovvero avanzi primari di bilancio se ci riferiamo al settore pubblico).

Nei paragrafi che seguono, faremo riferimento prevalentemente alle argomentazioni sviluppate da Barro (1974), perché riteniamo che quel contributo rappresenti la prima e più chiara formulazione della condizione di stabilità intesa come nozione di sostenibilità del debito pubblico. Tuttavia, i punti essenziali del ragionamento proposto da Barro costituiranno le fondamenta della moderna letteratura sulla sostenibilità del debito pubblico[68]. Nell'articolo "*Are government bond net wealth?*"[69], il ragionamento di Barro circa la sostenibilità del debito pubblico, su cui intendiamo focalizzare la nostra attenzione, procede *a latere* dell'argomentazione principale, concentrata sugli effetti reali del finanziamento

[68] Si vedano Buiter (1985), Spaventa (1987), Blanchard *et al.* (1990), Escolano (2010), Gianmarioli *et al.* (2007), European Commission (2009), International Monetary Fund (2012). Per una rassegna si vedano Bartolini e Cottarelli (1994).
[69] Cfr. Barro (1974).

in *deficit* della spesa pubblica[70]; solo nei contributi successivi[71], l'autore renderà esplicita la nozione di sostenibilità del debito pubblico adottata, più o meno consapevolmente, già in questo primo articolo. L'analisi di Barro è esplicitamente fondata sul modello a generazioni sovrapposte di Samuelson (1958) e Diamond (1965)[72]. L'autore inizia la sua analisi dal più semplice modello a generazioni sovrapposte, ossia dal caso di due sole generazioni successive, e formula la seguente ipotesi di base:

> "I assume, *provisionally*, that the current period's interest payments are financed by a lump-sum tax levy on generation 2 households (while young), and that the principal is paid off at the beginning of the next period by an additional lump-sum tax levy on generation 2 households (while old)." (Barro, 1974, p. 1102, corsivo nostro.)

Intendiamo mostrare che l'ipotesi secondo cui il debito pubblico debba essere rimborsato interamente tramite il ricorso all'imposizione fiscale non rappresenta un'ipotesi "temporanea", come suggerisce l'autore nel passaggio appena citato. Piuttosto, quell'ipotesi si rivela necessaria a definire il concetto di sostenibilità del debito pubblico oggi più diffuso, cosicché la sua rilevanza per l'intera analisi limita fortemente la significatività della nozione di sostenibilità che

[70] Barro elabora un modello a generazioni sovrapposte, con lo scopo di mostrare che, se si includono nell'analisi microeconomica i trasferimenti intergenerazionali, si può far emergere l'assoluta equivalenza tra debito pubblico e tassazione quali modalità alternative di finanziamento della spesa pubblica, dal punto di vista dell'equilibrio economico generale. Nei modelli a generazioni sovrapposte si include nella funzione di utilità dell'agente rappresentativo di una generazione anche l'utilità della generazione successiva, in modo tale da far emergere l'ammontare positivo di trasferimenti intergenerazionali che il libero agire delle forze di mercato spontaneamente determina; a questo punto Barro introduce la spesa pubblica nell'analisi e mostra che l'unico effetto di un suo finanziamento tramite emissione di debito pubblico, che equivale ad un trasferimento "forzato" dalle nuove alle vecchie generazioni, sarà l'aumento dei trasferimenti nella direzione opposta, dalle vecchie alle nuove generazioni, che si realizzerà tramite la riduzione volontaria dei consumi delle vecchie generazione ed il conseguente incremento dei consumi consentito alle nuove dalle maggiori eredità. In altre parole, poiché secondo Barro la funzione del debito pubblico è già svolta, entro il libero operare delle forze di mercato, dai trasferimenti intergenerazionali, un incremento forzato di questi trasferimenti indotto da un aumento del debito pubblico sarà immediatamente controbilanciato da un cambiamento nella spesa programmata degli individui, come se quell'incremento di spesa pubblica fosse stato finanziato tramite una tassa sulla generazione presente.

[71] Cfr. Barro (1979 e 1989).

[72] Cfr. Barro (1974), p. 1098.

ne deriva. La conferma di questa nostra interpretazione scaturisce, come vedremo, dal prosieguo dell'analisi di Barro, laddove l'autore procede alla generalizzazione della sua teoria al caso di più di due generazioni, per giungere ad affermare che, qualora si estenda all'infinito l'orizzonte temporale, l'intero ragionamento viene meno *esattamente perché* viene a mancare il momento del rimborso.

Il modo di procedere di Barro, da due ad *m* generazioni, coincide con la nostra estensione dell'analisi svolta nella sezione precedente da due ad *H* periodi, e culminerà, come quella, nella considerazione del caso di un orizzonte temporale infinito. Nella precedente sezione abbiamo appurato che quando si estende all'infinito l'orizzonte temporale, la condizione di trasversalità finisce per risolversi in una prescrizione irrilevante, poiché indica la necessità di realizzare degli avanzi primari a partire da un qualsiasi punto di un intervallo di tempo infinito. Sappiamo che, al contrario, quella stessa condizione si traduce nell'azzeramento del valore *corrente* del futuro debito pubblico, ossia nel rimborso del debito accumulato alla data terminale, quando tale data viene specificata entro un orizzonte temporale finito, come nel caso del singolo individuo. Ipotizzando che si realizzi tale rimborso, dunque, Barro stava implicitamente adottando la condizione di trasversalità, coerentemente con l'orizzonte temporale finito che caratterizza, in effetti, il caso di due sole generazioni sovrapposte. Tuttavia, come abbiamo spiegato, quell'orizzonte non può essere attribuito all'economia nel suo complesso, cosicché l'evoluzione stessa dell'analisi porta con sé un problema che l'autore non potrà trascurare. Possiamo in altri termini affermare che, a questo stadio del ragionamento, l'ipotesi di Barro circa il rimborso integrale del debito accumulato alla data terminale appare coerente con la cornice teorica adottata; tuttavia, nell'estendere l'analisi sopra un orizzonte temporale infinito, Barro vedrà cadere le conclusioni raggiunte, ed assocerà questo esito al venir meno del momento del rimborso, che gli consentiva di tradurre un qualsiasi incremento nel debito pubblico in un equivalente incremento nella tassazione futura.

La soluzione ideata da Barro per superare queste difficoltà, e ripristinare la validità della teoria entro l'orizzonte infinito sarà, per queste ragioni, tutta concentrata nel tentativo di reintrodurre, di fatto, il momento del rimborso, o meglio le medesime condizioni che quel momento imponeva all'analisi, sintetizzabili nella improrogabile necessità di realizzare avanzi primari.

Dal caso più semplice, Barro procede al caso di tre generazioni sovrapposte, riaffermando l'ipotesi secondo cui il debito pubblico debba essere rimborsato integralmente alla data terminale[73], ed infine giunge a definire la sua teoria nel caso di *m* generazioni, quando sostiene che "*[t]he three-generation results generalize to the case in which taxes are levied on m generations, with the* m^{th} *generation paying off the principal*."[74] L'ipotesi del rimborso integrale alla data finale, dunque, condiziona ogni stadio del ragionamento di Barro, sebbene il suo vero ruolo all'interno dell'analisi divenga esplicito, come mostreremo, solamente in nota. Lo spostamento dell'analisi dal valore assoluto del debito pubblico al suo rapporto con il prodotto complessivo, e la successiva definizione di una condizione di sostenibilità basata sulla stabilizzazione di quel rapporto, non rappresentano altro che un tentativo di reintrodurre condizioni equivalenti al momento del rimborso nel caso in cui, in ragione dell'orizzonte temporale infinito adottato, tale rimborso è destinato, per definizione, a non realizzarsi mai. Come spiegheremo, questa articolata operazione teorica, che implica il passaggio dalla tradizionale nozione di sostenibilità alla condizione di stabilizzazione del rapporto debito/Pil, ha il solo scopo di rendere invisibili i limiti originali del concetto di sostenibilità del debito pubblico elaborato nel contesto teorico neoclassico.

---

[73] "*The results will now be extended to a situation where the taxes which finance the government debt affect some generations which are not currently alive. The extension will be made explicitly only to generation 3, since the extension to generations further advanced in the future is straighforward. […] Suppose now that the current period's interest payments are financed by a lump-sum tax levy on (young) generation 2, the next period's interest payments (on the reissued bonds) are financed by a lump-sum tax levy on (young) generation 3, and the principal is paid off by a lump-sum tax levy on (old) generation 3.*" (Barro, 1974, p. 1104). Come vedremo, l'estensione dell'analisi "*to generations further advance in the future*" risulta tutt'altro che "*straightforward*."

[74] Cfr. Barro (1974), p. 1105.

Nella nota 12 di pagina 1105, relativa all'estensione dell'analisi al caso di *m* generazioni, l'autore ammette, con riferimento all'argomentazione adottata entro un orizzonte temporale finito, che "*[t]his line of proof does not apply as m→∞. The main issue seems to be whether the assumption that the principal is eventually paid off is crucial.*"[75] In altre parole, Barro ammette che l'estensione dell'analisi ad un orizzonte temporale infinito implica il venir meno di un'ipotesi che lo stesso autore giudica "cruciale" per l'intero ragionamento, l'ipotesi che il debito pubblico venga rimborsato integralmente. Barro non coglie, probabilmente, il problema teorico che l'abbandono di un orizzonte temporale finito porta con sé, da noi analizzato nella sezione precedente, ma dimostra di avere ben chiari i risvolti pratici di tale abbandono per l'intero ragionamento: quando proietta l'analisi al caso di infinite generazioni sovrapposte, infatti, l'autore tenta di individuare le ipotesi necessarie a garantire la soddisfazione della condizione di trasversalità entro il nuovo contesto, laddove quella condizione non può più essere associata al rimborso integrale del debito. Nel considerare gli effetti del venir meno dell'ipotesi del rimborso, Barro sta in realtà, inconsapevolmente, fronteggiando le conseguenze del più ampio problema che l'adozione di un orizzonte temporale infinito porta con sé. Il rimborso del debito alla data terminale è infatti la conseguenza logica dell'imposizione della condizione di trasversalità al vincolo di bilancio di un singolo individuo, caratterizzato da un orizzonte temporale finito: nel rimborso, dunque, si esplicitano tutti gli effetti di quell'orizzonte temporale finito sull'analisi della sostenibilità del debito, consentendo di stabilire la necessità di realizzare immediatamente avanzi primari di bilancio per rendere sostenibile un qualsiasi debito pubblico accumulato in passato. Quando, con l'adozione dell'orizzonte temporale infinito, viene meno l'esistenza stessa della data del rimborso, cade la conclusione circa la improrogabilità di realizzare quegli avanzi primari, i quali, come abbiamo spiegato, potranno a quel punto essere rinviati ad un indeterminato futuro senza per questo violare la condizione di trasversalità.

[75] *Ibidem*, p. 1105, nota 12.

Lo spostamento dell'analisi neoclassica dalla tradizionale nozione di sostenibilità del debito pubblico, legata al suo livello assoluto, alla condizione di stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e Pil, deve a nostro avviso essere interpretato come un tentativo di nascondere, dietro ad alcune ipotesi che ora illustreremo, il limite fondamentale del contenuto normativo di quel concetto di sostenibilità. Il risultato di una simile operazione, però, sarà quello di limitare fortemente il grado di generalità delle conclusioni raggiunte, a causa delle particolarissime ipotesi introdotte con lo scopo di preservare la nozione di sostenibilità del debito individuale all'interno di un contesto completamente differente, quello dell'economia nel suo complesso.

2.3.3 Il compromesso di Barro

Per seguire il ragionamento di Barro può essere utile ripartire dalla condizione di trasversalità, riferita al vincolo di bilancio del settore pubblico:

$$B_H \lim_{H\to\infty}\left(\frac{1+\gamma}{1+i}\right)^H = 0 \qquad [6b]$$

Quella condizione, che sappiamo essere imposta al settore pubblico dal comportamento ottimizzante dell'agente rappresentativo del settore privato, richiede in ultima istanza che il debito pubblico cresca ad un tasso γ inferiore al tasso di interesse. Sempre nella nota citata, l'autore osserva che *"[i]f the amount of outstanding government debt were constant, the impact of the principal on current decisions would become negligible for large m as long as [i]>0."*[76] In altre parole, Barro sta osservando che nel caso in cui il livello del debito pubblico fosse costante, il valore attuale del debito accumulato alla data finale tenderebbe a zero al tendere di questa all'infinito indipendentemente da ogni questione di rimborso del debito pubblico. Guardando alla condizione [6b], possiamo constatare che Barro sta considerando il caso estremo in cui il tasso di crescita del debito pubblico è nullo, mentre il tasso di interesse è positivo. Fin qui, dunque, nessun problema, ma – come sostiene lo stesso Barro – "*a difficulty*

[76] *Ibidem*, p. 1105, nota 12.

arises here when B is allowed to grow over time": il caso in cui il tasso di crescita del debito è maggiore o uguale[77] al tasso di interesse sarebbe infatti incompatibile con l'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico, e dunque con la massimizzazione dell'utilità dell'agente rappresentativo del settore privato.

È a questo punto che Barro è costretto ad introdurre alcune ipotesi particolari per preservare, pure nell'orizzonte temporale infinito, la sua teoria della sostenibilità nella forma sviluppata, precedentemente, con riferimento ad un orizzonte temporale finito:

> "Suppose that the growth of B were limited to the growth of the government's collateral in the sense of its taxing capacity, which depends in turn on the growth of real income. Suppose that the growth of real income is equal to [g], which can be viewed as the combined effects of population growth and technical progress, which are now allowed to be positive. In that case the present value of the principal would have to become negligible as $m \rightarrow \infty$ if [$g < i$]." (Barro, 1974, p. 1105, nota 12.)

Barro sta formulando due ipotesi di base per la validità dell'analisi: un tasso di crescita stabilmente inferiore al tasso di interesse, e l'ipotesi che il tasso di crescita del debito pubblico incontri un limite nel tasso di crescita del reddito nazionale, ossia che il rapporto tra debito pubblico e Pil possa, al più, rimanere costante nel tempo.

Per comprendere esattamente quale sia il ruolo svolto da queste due ipotesi nel contesto dell'analisi della sostenibilità del debito pubblico, dobbiamo specificare i termini analitici della condizione di stabilizzazione del rapporto debito/Pil, la quale richiede – come è ovvio – che i tassi di crescita delle due grandezze coincidano. Se definiamo il tasso di crescita del Pil con g ed il tasso di crescita del debito pubblico con $\gamma = i + \Phi$, dove i indica il tasso dell'interesse sul

[77] Per una analisi approfondita del caso di uguaglianza tra tasso di crescita del debito pubblico e tasso di interesse si veda il paragrafo 2.3.6.

debito pubblico e Φ indica il rapporto tra il disavanzo primario del governo ed il debito pubblico accumulato, possiamo scrivere:

$$\frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{B_t}{Y_t}\frac{(1+\gamma_t)}{(1+g_t)} \qquad [12]$$

Nei termini dell'equazione [12], la condizione di stabilità del rapporto tra debito e Pil risiede nell'uguaglianza tra γ e g, e dunque può essere scritta come:

$$g_t = i + \phi_t \qquad [13]$$

Tale condizione può così essere tradotta in un vincolo al disavanzo primario capace di stabilizzare il rapporto tra debito pubblico e Pil:

$$\phi_t = g_t - i \qquad [14]$$

La condizione [14] ci fornisce il valore del disavanzo primario che – dati il tasso di crescita del Pil ed il tasso di interesse – mantiene invariato nel tempo il rapporto tra debito pubblico e Pil. Possiamo così osservare che se il reddito cresce ad un tasso maggiore del tasso di interesse (ossia se $g > i$), la stabilità del rapporto debito/Pil è compatibile con un continuo disavanzo primario. Se, al contrario, il tasso di interesse sul debito eccede il tasso di crescita del reddito (ovvero se $g < i$), la stabilizzazione del rapporto debito/Pil richiede che si realizzino degli avanzi primari, poiché in quel caso Φ assume un valore negativo.

Cerchiamo di capire come tale condizione vada ad inscriversi nel più ampio contesto della teoria della sostenibilità del debito pubblico fin qui studiata. Barro ha infatti introdotto quelle ipotesi all'interno di un ragionamento ancorato alla teoria tradizionale della sostenibilità. Ciò significa che l'autore non ha mai perso di vista quella cornice teorica, e che dunque continua ad associare la sostenibilità del debito pubblico al rispetto del vincolo di bilancio intertemporale. Torniamo allora alla condizione di trasversalità [6b], la quale richiede che:

$$B_H \lim_{H\to\infty}\left(\frac{1+\gamma}{1+i}\right)^H = 0 \qquad [6b]$$

È semplice verificare che le ipotesi introdotte da Barro conducono immediatamente alla soddisfazione della condizione [6b], ponendo fuori dalla

costruzione analitica della condizione di sostenibilità la possibilità che il debito pubblico cresca ad un tasso uguale o maggiore del tasso di interesse. L'autore ha infatti ipotizzato:

$$\gamma \leq g < i \quad \Rightarrow \quad \gamma < i \qquad [15]$$

Se il tasso di crescita del debito pubblico γ risulta inferiore al tasso di interesse i, come ipotizzato da Barro, allora la condizione di trasversalità risulta soddisfatta, ed il valore attuale del futuro debito pubblico tende ad annullarsi. In altre parole, le ipotesi introdotte dall'autore rappresentano una condizione sufficiente alla sostenibilità del debito pubblico, per come essa è descritta dalla condizione di trasversalità.

2.3.4 Le implicazioni normative del compromesso di Barro

Il compromesso di Barro va però ben oltre il semplice soddisfacimento della tradizionale condizione di sostenibilità del debito pubblico, e porta con sé un profondo mutamento del contenuto normativo di quella nozione di sostenibilità. Se si ipotizza che $g < i$ e, al contempo, si impone la stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e Pil, allora si giunge alla conclusione che il governo dovrà necessariamente realizzare degli avanzi primari. La necessità di realizzare avanzi primari era già implicita nella condizione di sostenibilità tradizionale, ma era proiettata su un orizzonte temporale infinito, tale cioè da rendere inconsistente quella prescrizione di politica fiscale.

Con le sue ipotesi aggiuntive, Barro ha prodotto una evoluzione del concetto tradizionale di sostenibilità: la necessità di realizzare avanzi primari assume, per costruzione, il carattere della improrogabilità, e dunque la sostenibilità del debito pubblico viene ad essere associata alla necessità di realizzare immediatamente, questo è il punto, avanzi primari di bilancio.

Le ipotesi introdotte da Barro descrivono dunque un percorso di politica fiscale sostanzialmente differente da quello disegnato dalla semplice osservanza

del vincolo di bilancio intertemporale sopra un orizzonte temporale infinito. La differenza fondamentale tra questo stadio del ragionamento di Barro e la mera estensione all'infinito dell'orizzonte temporale del vincolo di bilancio intertemporale del governo, differenza tutta concentrata nelle due ipotesi introdotte dall'autore, si concretizza nel superamento dei limiti normativi della tradizionale nozione di sostenibilità: mentre il rispetto della condizione di trasversalità [6b], di per sé, lascia aperta la strada dei disavanzi primari, il rispetto della condizione [15], che sintetizza le due ipotesi introdotte da Barro, associa ineludibilmente la sostenibilità del debito pubblico all'immediata realizzazione di avanzi primari.

Vincolando, con la condizione di stabilità, il tasso di crescita del debito pubblico ad una grandezza data, il tasso di crescita del reddito, Barro ha ottenuto un risultato nuovo rispetto alla teoria tradizionale della sostenibilità: appare ora impossibile realizzare, nel tempo, una qualche alternanza tra disavanzi primari e avanzi primari, poiché il segno del saldo del bilancio pubblico risulta determinato, una volta per tutte, dal segno della differenza tra la tasso di interesse e tasso di crescita del Pil. A questo punto emerge tutta la rilevanza della seconda ipotesi introdotta da Barro: se si impone che il tasso di interesse sia maggiore del tasso di crescita del Pil, si impone – data la prima ipotesi – che la condizione di trasversalità possa essere soddisfatta solo ed esclusivamente tramite la ripetuta realizzazione di avanzi primari. Rispetto alla sua formulazione originaria, questa nozione di sostenibilità impedisce che si proceda a rinviare gli avanzi primari in una data futura, lontana nel tempo, perché disegna un preciso sentiero di stabilizzazione che è coerente unicamente con la costante e sistematica realizzazione di avanzi primari.

Imponendo la realizzazione immediata di avanzi primari di bilancio, la nozione di sostenibilità proposta da Barro si sottrae apparentemente a tutte le ambiguità che ne caratterizzavano la formulazione originaria.

2.3.5 Il reddito nazionale come "collaterale" del debito pubblico

Osserviamo immediatamente che la stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e Pil, lungi dal rappresentare una qualche conclusione dell'analisi della sostenibilità, viene introdotta da Barro per risolvere delle difficoltà legate alla proiezione del concetto tradizionale di sostenibilità del debito pubblico su di un orizzonte temporale infinito.

A riprova del fatto che la stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e Pil non discende dall'analisi di Barro, ma al contrario ne rappresenta un presupposto, notiamo che l'autore sente il bisogno di fornire una qualche giustificazione dell'ipotesi introdotta nell'analisi. Tale giustificazione poggia sull'idea che il collaterale del debito pubblico sia costituito dalla capacità impositiva del governo, e che il reddito nazionale rappresenti, di conseguenza, un indice del tasso di crescita del collaterale del debito pubblico. Come avrà modo di precisare nella risposta ai commenti di Feldstein (1976), Barro afferma:

> "The limitation of the steady-state growth rate of the public debt to *g* can be rationalized by assuming that the value of the outstanding stock of debt at any point in time is bounded by the government's collateral, which I assume can be measured by the present value of future taxing capacity." (Barro, 1976a, p.343, nota 2.)

Nel parlare di collaterale Barro ha in mente la nozione comune di garanzia di un debito, come si evince dalla lettura di un contributo dello stesso autore contemporaneo all'articolo sul debito pubblico, ed in esso citato[78]. In quel contributo Barro spiegava, molto semplicemente, che:

> "collateral is a mechanism for enforcing loan contracts. Collateral functions in two ways in the model. First, default on a loan triggers the loss of collateral value to the borrower […]. The assignment of collateral provides incentive for the borrower to repay the loan.

[78] Cfr. Barro (1976b), pubblicato inizialmente per il Centre for Mathematical Studies Chicago Business and Economics, University of Chicago, Report 7401, nel gennaio 1974.

> Second, default implies that the property right to the collateral is transferred to the lender." (Cfr. Barro, 1976b, p. 439.)

In pratica, il collaterale rappresenta un'attività che viene posta dal debitore nella disponibilità del creditore qualora il primo non risulti in grado di rimborsare il proprio debito alla scadenza, e svolge dunque il ruolo di disincentivare il debitore dal *default*, garantendo comunque al creditore un rimborso minimo commisurato, appunto, al collaterale. Barro sta dunque ragionando su di un comune contratto di debito tra due individui che deve essere onorato alla scadenza, come precisa lo stesso autore:

> "A loan of the amount L is made from a lender to a borrower at the beginning of a period and the full principal plus interest comes due at the end of the period. […] The nature of the loan contract in this model is such that, at the end of the period, the borrower either repays the loan in full or the claim to the collateral is transferred to the lender." (Cfr, Barro, 1976b, p. 440.)

Nell'introdurre questa semplice nozione di collaterale di un singolo debito all'interno della sua analisi del debito pubblico, Barro traduce l'ovvia considerazione che il singolo debito debba essere estinto entro una certa data, tramite il rimborso o il *default* (circostanza che farebbe intervenire il trasferimento del collaterale al creditore), in una più ampia visione teorica – l'analisi della sostenibilità del debito pubblico – entro cui, a nostro avviso, perde di significato. Se limitiamo la visione teorica alla dimensione del singolo individuo, l'annullamento del valore corrente del debito netto accumulato alla data terminale (non dunque del singolo debito, contratto in un qualsiasi momento) soddisfa la condizione di trasversalità, cosicché la teoria sembra coincidere con l'ovvia necessità – per un singolo individuo – di estinguere alla scadenza un qualsiasi debito contratto. Una simile coincidenza viene però meno non appena si proceda all'aggregazione del settore privato nel suo complesso, e *a fortiori* all'analisi del settore pubblico dell'economia, come dimostrato nella

sezione precedente. Poiché la condizione di trasversalità non richiede l'annullamento del valore corrente del debito pubblico accumulato alla data terminale, non ha senso immaginare che l'espansione di quel debito sia limitata dall'entità di un qualche collaterale: avrebbe senso qualora, come nel caso del debito individuale, esistesse una data in cui si deve realizzare il rimborso del debito, e dunque in cui il collaterale interviene in luogo del mancato rimborso.

In altre parole, l'ipotesi che il tasso di crescita del debito pubblico debba essere commisurato al tasso di crescita dell'economia consente a Barro di ristabilire, in maniera fittizia, il momento del rimborso finale entro un orizzonte temporale in cui tale momento, per definizione, è destinato a non realizzarsi mai. E difatti, se torniamo a Barro (1974), possiamo osservare che l'idea secondo cui il Pil rappresenti il collaterale del debito viene introdotta, per la prima volta, nel caso di due sole generazioni sovrapposte, e dunque entro un orizzonte temporale finito, strettamente connesso con l'esistenza di una data finale entro cui il debito deve essere integralmente rimborsato. L'autore afferma, in primo luogo:

> "Suppose now that the government issues an amount of debt, B, which can be thought of as taking the form of one-period, real-valued bonds. These bonds pay the specified amount of real interest, [iB], in the current period and the specified real principal, B, in the next period." (Barro, 1974, p. 1101.)

Dunque, a questo stadio, l'analisi è esplicitamente collocata entro un orizzonte temporale finito, e proprio per questo l'autore può affermare, in nota che:

> "The amount of bond issue would be limited by the government's collateral, in the sense of its taxing capacity to finance the interest and principal payments." (Barro, 1974, p. 1101, nota 6.)

In effetti, proprio perché l'ammontare di debito accumulato alla data finale dovrà essere rimborsato, esso dovrà, entro il perimetro della solvenza, associarsi ad un equivalente ammontare di tasse: la capacità impositiva del governo, in altre parole, dovrà essere in grado di garantire le risorse necessarie e rimborsare il debito alla data terminale. Ma questo è vero solamente perché si sta ipotizzando che vi sia una data terminale (*i.e.* un orizzonte temporale finito). Con l'adozione di un orizzonte temporale infinito, viene meno la necessità di ancorare la sostenibilità del debito pubblico al rimborso del debito accumulato alla data finale, poiché viene meno quella stessa data, e dunque non risulta più corretto limitare l'accumulazione di debito alla capacità del governo di reperire un equivalente ammontare di tassazione. Non risulta più corretto, in ultima istanza, immaginare che esista un qualsiasi collaterale del debito pubblico che ne limiti l'accumulazione nel tempo.

Pertanto, quando Barro impone quel limite al tasso di crescita del Pil, sta riportando l'analisi, a tutti gli effetti, entro i limiti dell'orizzonte temporale finito, limiti che non sono compatibili con l'adozione del punto di vista dell'economia come un tutto, e dunque non sono idonei all'analisi della sostenibilità del debito pubblico (e neppure a quella del debito del settore privato nel suo complesso). Tuttavia, questa prima ipotesi è necessaria a tenere in piedi la struttura teorica elaborata da Barro perché, impedendo di alternare disavanzi primari ed avanzi primari, costringe fin da subito la politica fiscale "sostenibile" sul terreno degli avanzi primari e dunque consente di aggirare i limiti normativi della nozione tradizionale di sostenibilità.

2.3.6 La seconda ipotesi di Barro e la "regola aurea"

L'ipotesi di un tasso di interesse stabilmente maggiore del tasso di crescita del Pil, il secondo pilastro dell'analisi di Barro, viene giustificata dall'autore con l'argomento che il caso opposto, in cui il tasso di crescita del Pil eccede stabilmente il tasso di interesse, può essere escluso sulla base del concetto di 'inefficienza dinamica'.

Il contesto teorico entro cui l'autore studia il rapporto tra tasso di interesse e tasso di crescita del reddito è quello tipico della teoria neoclassica della crescita. Richiamiamo dunque i tratti fondamentali del modello di Solow[79]. In condizioni di pieno impiego delle risorse, condizioni che scaturiscono direttamente dai presupposti della teoria, l'economia realizza l'uguaglianza tra investimenti e risparmi attraverso la continua tendenza dei primi ad adeguarsi all'ammontare di risparmio corrispondente al reddito di pieno impiego. Se si immagina che non vi sia progresso tecnico, che la popolazione cresca al tasso *n* e che il livello della produzione sia funzione dell'impiego di fattori sostituibili fra loro, ossia che *Y = F (K,L)* con *F(.)* omogenea, si può scrivere la condizione di uguaglianza tra risparmi ed investimenti come:

$$I = S \Rightarrow \dot{k} = sF(K, L) \qquad \text{[A]}$$

In questa equazione $\dot{k}$ rappresenta il tasso di variazione dello stock di capitale esistente, *s* la propensione media al risparmio (un dato derivante dai gusti dei consumatori, secondo la teoria in esame) e *K* ed *L* rappresentano, rispettivamente, le quantità di capitale e lavoro impiegate nel processo produttivo. La condizione di pieno impiego è implicita nella particolare rappresentazione dei risparmi: il principio di sostituibilità tra fattori, unito alla perfetta sensibilità delle remunerazioni dei fattori a divergenze tra domanda ed offerta, assicura un livello di produzione di pieno impiego, cosicché i risparmi sono calcolati direttamente come una quota (dipendente dai gusti dei consumatori) del reddito di pieno impiego. Se immaginiamo che l'offerta di lavoro coincida con la popolazione possiamo scrivere:

$$L_t^S = L_0 e^{nt}$$

$$\begin{cases} \dfrac{\partial F(K, L)}{\partial L} = w \\ L = L^S \end{cases}$$

$$Y = F(K, L) = F(K, L_0 e^{nt})$$

$$\dot{k} = sF(K, L_0 e^{nt})$$

[79] Cfr. Solow (1956).

Se definiamo il rapporto tra capitale e lavoro impiegati come *z* possiamo scrivere:

$$z = \frac{K}{L} \Rightarrow K_t = zL_t$$

$$\dot{k} = sF\left(zL_t, L_0 e^{nt}\right)$$

$$\dot{k} = sF\left(zL_0 e^{nt}, L_0 e^{nt}\right) \qquad \text{[B]}$$

Poiché abbiamo definito $K_t = zL_t$, possiamo riscrivere gli investimenti netti nella forma:

$$\dot{k} = \dot{z}L_0 e^{nt} + znL_0 e^{nt} = \left(\dot{z} + rn\right)L_0 e^{nt} \qquad \text{[C]}$$

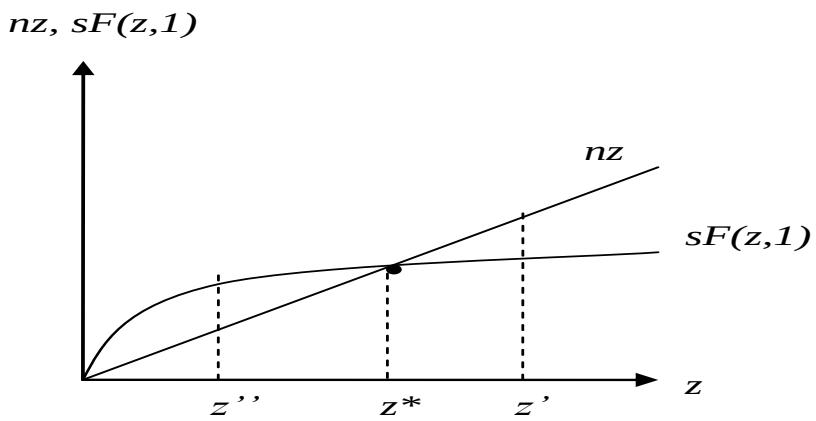
Gli investimenti netti possono, in altri termini, essere suddivisi in due componenti: una parte corrisponde all'equipaggiamento dei nuovi lavoratori (poiché la popolazione cresce nel tempo) secondo il rapporto tra capitale e lavoro vigente nel periodo precedente, ed una parte che – distribuendosi su tutta la forza lavoro, induce una variazione di quel rapporto.

Se consideriamo l'uguaglianza tra risparmi e investimenti [B] tenendo conto della definizione di investimenti data dalla [C] possiamo scrivere:

$$\left(\dot{z} + rn\right)L_0 e^{nt} = sF\left(zL_0 e^{nt}, L_0 e^{nt}\right)$$

$$\left(\dot{z} + zn\right)L_0 e^{nt} = sL_0 e^{nt} F\left(z, 1\right)$$

$$\dot{z} = sF\left(z, 1\right) - zn \qquad \text{[D]}$$



L'equazione [D] ci spiega la legge di variazione del rapporto capitale/lavoro nell'economia, e discende direttamente dalle condizioni di equilibrio di pieno impiego del sistema. Sappiamo che, data la propensione media al risparmio, si determinerà uno specifico ammontare di risparmi corrispondente al prodotto di pieno impiego; ragionando in termini di risparmio pro-capite, e tenendo presente che la popolazione lavorativa cresce ad un tasso costante, possiamo osservare che la necessità di equipaggiare i nuovi lavoratori da un lato, e la presenza di un ammontare limitato di risparmi dall'altro, faranno tendere l'economia a realizzare un rapporto tra capitale e lavoro costante, ossia un valore di z^* corrispondente a $\dot{z}$ nullo. Tale specifico rapporto assume dunque i connotati di un punto di equilibrio intorno a cui il sistema economico tende a gravitare: se il capitale per lavoratore risultasse maggiore di quello corrispondente a z^*, i risparmi di pieno impiego risulterebbero insufficienti ad equipaggiare i nuovi lavoratori a quel particolare $z'>z^*$, e dunque il rapporto tra capitale e lavoro tenderebbe necessariamente a diminuire fino al suo valore "naturale"; se il capitale per lavoratore risultasse minore di quello corrispondente ad z^*, al contrario, l'equipaggiamento dei nuovi lavoratori al rapporto $z''<z^*$ lascerebbe una quota di risparmi disponibile ad essere investita, ossia ridistribuita su tutta la forza lavoro, inducendo così un incremento di z fino a z^*.

Se la forza lavoro cresce ad un tasso costante ed il rapporto tra capitale e lavoro si mantiene costante nel tempo, è possibile affermare che il tasso di crescita del capitale tende a coincidere con il tasso di crescita della popolazione. Poiché il livello di attività è funzione dell'impiego di lavoro e capitale, come stabilito dalla specifica funzione di produzione adottata, si può concludere che la costanza del rapporto tra capitale lavoro implica un tasso di crescita dell'economia costante e coincidente con il tasso di crescita della popolazione. Questa rapida illustrazione del modello di Solow ci ha consentito di chiarirne un elemento fondamentale alla nostra analisi: le premesse teoriche caratteristiche

dell'equilibrio economico generale definiscono uno stato stazionario del sistema economico, nel senso che il sistema stesso tende automaticamente ad una situazione in cui tutte le grandezze rilevanti per lo studio della crescita variano secondo la stessa legge.

Se guardiamo alla situazione di stato stazionario (o *steady state*) appena disegnata, possiamo far emergere alcune relazioni essenziali che sussistono tra la grandezze fondamentali. Abbiamo visto che l'ammontare di risparmi realizzati ogni anno determina la dimensione dell'accumulazione di capitale; ne consegue che al crescere della propensione media al risparmio di una collettività corrisponde un incremento del capitale con cui risulta equipaggiato ciascun lavoratore, ossia un incremento del valore naturale del rapporto capitale/lavoro. Tale rapporto influisce direttamente sul livello del prodotto pro-capite, cosicché un suo incremento determina un aumento del reddito per lavoratore. Alla luce di queste relazioni, possiamo affermare che esiste un rapporto tra la propensione media al risparmio ed il livello del reddito pro-capite, un nesso che passa attraverso la quantità di capitale accumulata nel tempo: al variare della propensione media al risparmio varia il rapporto capitale/lavoro e, con esso, varia il reddito pro-capite. In conclusione, ad ogni particolare propensione media al risparmio della collettività corrisponde un percorso di crescita caratterizzato da un diverso livello del reddito pro-capite.

Dal punto di vista normativo si apre così lo spazio per cercare di individuare il percorso di crescita ottimale, ossia un percorso di crescita capace di massimizzare l'utilità individuale. Definiamo il percorso di crescita ottimale come quello che massimizza il livello dei consumi pro capite. Il consumo per lavoratore corrisponde alla differenza tra reddito e risparmi del singolo individuo (lettere minuscole per le grandezze pro-capite):

$$c = y - sy = F(z,1) - sF(z,1)$$

Abbiamo visto che, in equilibrio, la tendenza degli investimenti ad adeguarsi al livello dei risparmi di pieno impiego conduce gli investimenti netti a

coincidere con il capitale necessario ad equipaggiare i nuovi lavoratori in base al rapporto tra capitale e lavoro naturale *z**:

$$c = F(z^*,1) - nz^* \qquad [E]$$

Osserviamo dunque che il consumo pro capite dipende dal valore di *z**, che dipende a sua volta dall'ammontare di capitale accumulato nel tempo: poiché tale ammontare risulta determinato in funzione della propensione media al risparmio, possiamo calcolare le condizioni che rendono massimo il consumo pro capite eguagliando a zero la derivata prima della funzione [E] rispetto alla propensione al risparmio:

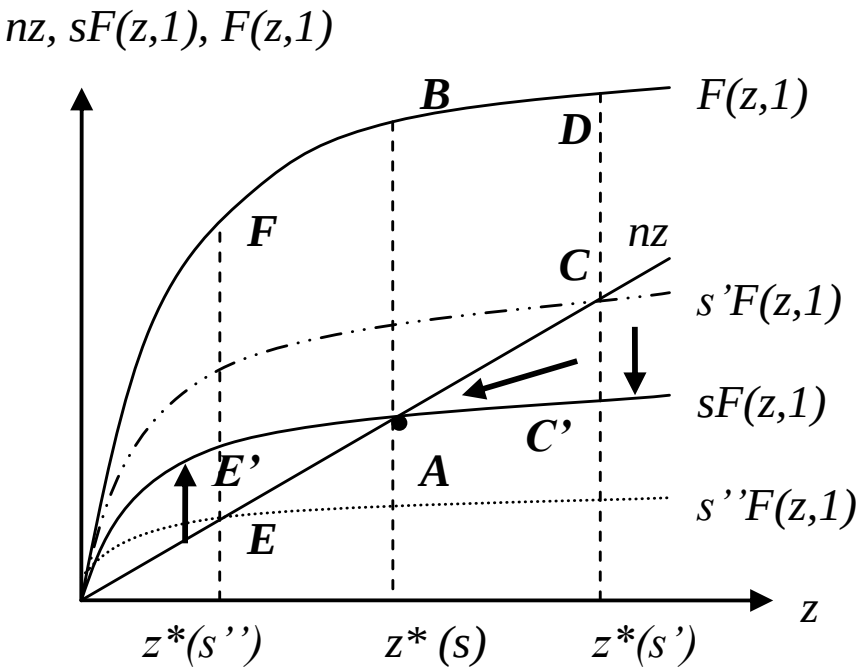
$$Max \quad c \quad \Rightarrow \quad \frac{\partial c}{\partial s} = 0 \quad \Rightarrow \quad F'(z,1) - n = 0$$

La condizione che individua lo stato stazionario corrispondente al maggior livello di consumo pro capite realizzabile risulta dunque essere l'uguaglianza tra il prodotto marginale del capitale ed il tasso di crescita della popolazione:

$$F'(z,1) = n \qquad [F]$$

Poiché sappiamo che, in equilibrio, il prodotto marginale del capitale equivale al tasso dell'interesse e che il tasso di crescita della popolazione coincide, date le premesse, con il tasso di crescita del reddito, possiamo affermare che lo stato stazionario ottimale è caratterizzato da quel particolare livello dello stock di capitale capace di eguagliare il suo prodotto marginale, e dunque il tasso di interesse, al tasso di crescita del reddito. Si individua dunque nella condizione [F] la cosiddetta 'regola aurea dell'accumulazione di capitale', la quale indica uno specifico livello di capitale che – se accumulato – garantisce il massimo livello di consumi pro capite compatibile con lo stato stazionario dell'economia.

Studiamo la seguente rappresentazione grafica della regola aurea, dove A indica il rapporto capitale/lavoro corrispondente all'ammontare di capitale implicito nella condizione [F]:



La funzione F(r,1) rappresenta il prodotto pro capite corrispondente a ciascun valore di *z*. La distanza tra quella funzione e la retta *nz* rappresenta l'ammontare di consumo pro capite, mentre la distanza tra la retta *nz* e l'asse delle ascisse misura l'ammontare di investimenti per lavoratore. La caratteristica della regola aurea dell'accumulazione consiste proprio nel fatto che, in corrispondenza dello stato stazionario indicato dal punto A, la distanza AB risulta essere la maggiore distanza ottenibile tra la funzione del prodotto pro capite e la retta *nz*.

Sulla base di queste considerazioni Blanchard e Fischer (1989) affermano, in sintonia con quanto elaborato da Barro, che:

> "If the steady state capital stock exceeds the golden rule level, a *decrease* in the capital stock *increases* steady state consumption (…). This suggests that steady states with capital in excess of the golden rule are not Pareto optima (…). The allocation of resources in economies with capital stock in excess of the golden rule is therefore not Pareto optimal: everyone can be made better off by reducing the capital stock. Such economies are often referred to as *dynamically inefficient*: they have overaccumulated capital." (Blanchard e Fischer, 1989, pp. 102-103.)

Se infatti guardiamo ad una situazione di stato stazionario che si trova alla destra del punto *A*, ossia caratterizzata da un ammontare di capitale per lavoratore maggiore di quello corrispondente alla regola aurea ($s' > s$), e dunque da un tasso di interesse minore del tasso di crescita del reddito, possiamo osservare che una riduzione della propensione al risparmio della collettività conduce ad un immediato maggiore livello dei consumi (*DC'*) e poi, poiché quel primo stadio non rappresenta una situazione di equilibrio, ad un livello di consumi pro capite comunque maggiore di quello iniziale, ossia al livello ottimo (*AB*). Alla luce di questo ragionamento, un'economia in cui il tasso di interesse è minore del tasso di crescita del Pil viene concepita 'dinamicamente inefficiente', ossia caratterizzata da una sovraccumulazione di capitale rispetto ad una situazione ottima, quale quella indicata dalla regola aurea.

Sempre guardando al grafico, possiamo osservare che il medesimo discorso circa l'inefficienza dinamica non può essere ripetuto con riferimento ad una situazione di stato stazionario che si trovi alla sinistra del punto A, ossia ad una situazione di equilibrio caratterizzata da un ammontare di capitale per lavoratore inferiore a quello corrispondente alla regola aurea ($s''<s$), e dunque da un tasso di interesse maggiore del tasso di crescita del reddito. In quel caso, infatti, se da un lato è vero che l'ammontare di consumo pro capite è inferiore a quello che si otterrebbe - con una maggiore propensione media al risparmio – in corrispondenza dell'equilibrio coerente con la regola aurea ($AB > EF$), d'altro canto l'effetto immediato di un incremento della propensione media al risparmio, necessario per giungere al nuovo e migliore punto di equilibrio, sarebbe una riduzione del consumo per lavoratore da *EF* a $E'F < EF$: poiché la scelta di dirigersi verso la situazione indicata dalla regola aurea condurrebbe gli individui, nell'immediato, a contrarre il proprio livello di consumi, è ragionevole pensare che tale percorso non sarà mai intrapreso, e dunque non si parla, in quel caso, di inefficienza dinamica. Al tempo stesso, è evidente che la situazione di stato stazionario appena analizzata non ha alcuna proprietà di ottimo, ma risulta

semplicemente non riconducibile – in base al libero agire delle forze di mercato – alla situazione giudicata ottima dalla teoria.

Barro procede affermando non tanto le ragioni che condurrebbero il sistema economico alla situazione da lui immaginata, ma piuttosto escludendo che il sistema tenda a realizzare, nel lungo periodo, la situazione diametralmente opposta di un tasso di interesse inferiore al tasso di crescita del reddito. In altre parole, l'autore vorrebbe persuadere il lettore circa l'impossibilità di un percorso di crescita 'dinamicamente inefficiente' nel senso appena illustrato.

In primo luogo si noti che la regola aurea indica un percorso di crescita ottimo che tende far coincidere il tasso di interesse con il tasso di crescita del reddito, e dunque si discosta da quello ipotizzato da Barro. Abbiamo visto che il caso di inefficienza dinamica rappresenta un percorso di crescita suscettibile di essere ricondotto al percorso ottimo. Se confrontiamo il caso ipotizzato da Barro, in cui il tasso di interesse eccede il tasso di crescita del Pil, con quello di inefficienza dinamica, possiamo constatare che i due sono accomunati da un livello di consumi inferiore a quello garantito dal percorso ottimo, e che il primo si differenzia dal secondo solamente per l'impossibilità di essere ricondotto dal libero operare delle forze di mercato entro i termini prescritti dalla regola aurea. Se Barro ragiona sul lungo periodo, dunque, può legittimamente escludere il caso di inefficienza dinamica nella misura in cui è convinto che il libero operare delle forze di mercato sia in grado di condurre il sistema economico a realizzare, partendo da un tasso di crescita maggiore del tasso di interesse, le condizioni previste dalla regola aurea. Ma il libero operare delle forze di mercato non può in alcun modo garantire che si realizzino le condizioni ipotizzate da Barro: può al massimo impedire che si realizzino le condizioni ottime quando il sistema parte da un tasso di interesse inferiore al tasso di crescita. Pertanto l'ipotesi di Barro, che esclude tanto il caso di inefficienza dinamica quanto il quello di pieno rispetto della regola aurea, deve essere considerata totalmente arbitraria dal punto di vista della stessa teoria neoclassica, dal momento che ammette unicamente valori del tasso di interesse e del tasso di crescita che sappiamo non

risultare ottimi dal punto di vista paretiano, e dunque difficilmente proiettabili sul lungo periodo nell'ambito della teoria dell'equilibrio economico generale. Da un lato, Barro esclude il caso di inefficienza dinamica, ma dall'altro ipotizza che si realizzi un caso fondamentalmente analogo a quello, giungendo all'assurda conclusione di dover escludere dall'alveo dei contesti concepiti proprio quello giudicato ottimo entro l'impianto teorico adottato.

Notiamo infine un'ultima, paradossale conseguenza del ragionamento proposto da Barro, che ha giustificato l'ipotesi secondo cui il tasso di interesse eccede stabilmente il tasso di crescita del Pil procedendo per esclusione, ossia semplicemente reputando impossibile che si realizzi il caso detto di 'inefficienza dinamica'. Tale modo di argomentare mostra una lacuna significativa, nel senso che ignora il caso in cui tasso di interesse e tasso di crescita del reddito coincidono. Tale lacuna può essere spiegata dal fatto che quel caso, perfettamente compatibile con la teoria neoclassica della crescita, tanto da rappresentarne la situazione ottima, risulta però assolutamente incompatibile con la tradizionale interpretazione della condizione [6b]: possiamo immaginare che la scelta operata da Barro, di fondare l'intero lavoro su di un'ipotesi arbitraria e, come mostreremo, in contraddizione con le premesse teoriche adottate, sia stata imposta all'autore dall'incompatibilità tra la regola aurea e la definizione di sostenibilità del debito pubblico elaborata. Difatti, quando il tasso di interesse coincide con il tasso di crescita del reddito, e data l'ipotesi di stabilità del rapporto tra debito e Pil, la condizione di trasversalità non richiede semplicemente l'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico, ma si risolve piuttosto nella condizione di annullamento del valore corrente del futuro debito pubblico. In questa maniera, la condizione di trasversalità si ridurrebbe ad una definizione di sostenibilità banale, dunque priva di rilevanza per gli stessi autori neoclassici, i quali hanno più volte sottolineato che la nozione di sostenibilità del debito pubblico da loro elaborata "*does not imply that debt is ever repaid or even remains constant*"[80], cosa che invece sarebbe vera nel caso in

[80] Cfr. Blanchard *et al.* (1987), p. 201.

cui, posta la condizione di stabilità, il tasso di crescita del reddito coincidesse con il tasso dell'interesse. Per escludere il caso di inefficienza dinamica, dunque, Barro si trova costretto a poggiare le sue proposizioni su una teoria che individua nell'uguaglianza tra tasso di interesse e tasso di crescita del Pil la "regola aurea dell'accumulazione di capitale", contraddicendo ciò di cui l'autore ha bisogno per le sue conclusioni, ossia che il tasso di interesse ecceda stabilmente il tasso di crescita del reddito.

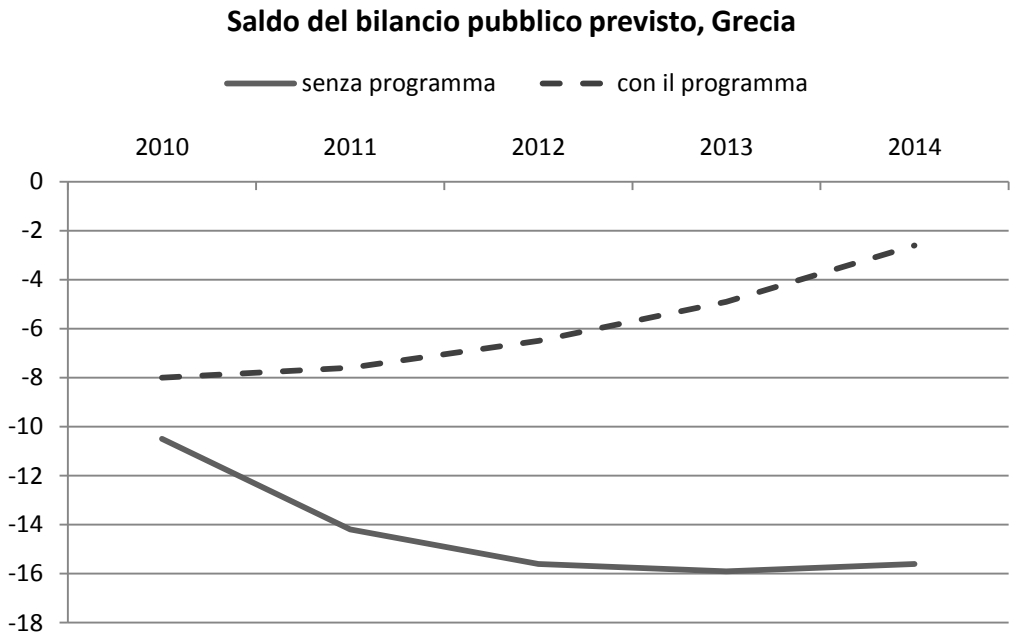
L'arbitrarietà della posizione espressa da Barro appare cristallizzata nella riproposizione di questo ambito della teoria della crescita illustrato da Blanchard e Fischer (1989). In quel testo, infatti, gli autori introducono all'interno della funzione di utilità dell'agente rappresentativo un tasso di preferenza temporale che svolge esattamente il ruolo di attribuire un peso maggiore – in termini di utilità – al consumo delle generazioni presenti, a svantaggio del consumo delle generazioni future. Quando il tasso di interesse eccede il tasso di crescita, lo *stock* di capitale accumulato risulta inferiore a quello previsto dalla regola aurea, poiché le generazioni presenti risparmiano una quota minore del loro reddito: è evidente che l'attribuzione per ipotesi di un maggior peso all'utilità derivante dal consumo delle generazioni presenti consente, di per sé, di raggiungere una conclusione differente da quella indicata dalla regola aurea, e dunque consente di collocare stabilmente il sistema economico in corrispondenza di un tasso di interesse maggiore del tasso di crescita. Blanchard e Fischer definiscono dunque una 'regola aurea modificata', sulla base della quale la loro ipotesi appare sostenibile:

> "The modification [...] is that the capital stock is reduced below the golden rule level by an amount that depends on the rate of time preference. Event though society and the family could consume more in a steady state with the golden rule capital stock, the impatience reflected in the rate of time preference means that it is not optimal to reduce current consumption in order to reach the higher golden rule consumption level." (Blanchard e Fischer, 1989, p. 45)

Possiamo tuttavia osservare che le condizioni previste dalla regola aurea erano considerate ottime nella misura in cui massimizzavano un'utilità crescente al crescere il consumo pro capite. Se si modifica la funzione di utilità attraverso l'introduzione di un parametro – il tasso di preferenza temporale – che diminuisce il peso del consumo futuro a favore del peso del consumo presente, si deve necessariamente giungere ad una conclusione diversa da quella prevista dalla regola aurea, poiché si è modificato il concetto stesso di ottimo che rendeva aurea quella regola. Le conclusioni di Blanchard e Fischer (1989) circa la possibilità di collocare l'economia lungo uno stato stazionario in cui il tasso di interesse eccede il tasso di crescita del reddito discendono direttamente dalle particolari ipotesi adottate.

2.3.7 Conclusioni

In questo capitolo abbiamo studiato le fondamenta teoriche della interpretazione della crisi greca più diffusa, quella sviluppata dai creditori del paese sulla base dell'analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico.



Fonte: European Commission 2010a

Nell'analizzare tale interpretazione, abbiamo rilevato come essa sia incentrata su un preciso concetto di sostenibilità del debito pubblico: il debito pubblico greco è stato reputato insostenibile in quanto la politica fiscale del paese era diversa da quella che garantiva la stabilità del rapporto tra debito pubblico e reddito nazionale.

Studiando tale concetto di sostenibilità del debito pubblico, ne abbiamo rintracciato le origini nella letteratura neoclassica tradizionale sulla sostenibilità del debito pubblico, ed abbiamo così potuto concludere che il concetto di stabilità del rapporto debito/Pil non è altro che la più recente evoluzione dell'analisi neoclassica della sostenibilità.

Tale evoluzione è stata indotta dalle difficoltà incontrate dall'analisi neoclassica nel generalizzare il principio di sostenibilità del debito dal contesto del singolo individuo, dove quell'idea nasce, al più ampio contesto del settore pubblico dell'economia, e dunque – in ultima istanza – da un orizzonte temporale finito ad uno infinito. L'analisi tradizionale, come abbiamo mostrato, culminava in una nozione di sostenibilità del debito pubblico priva di un contenuto normativo significativo, e dunque impediva la formulazione di qualsiasi precisa prescrizione di politica fiscale.

Nel definire la sostenibilità del debito pubblico, Barro ha dunque introdotto delle ipotesi, aggiuntive rispetto all'apparato teorico tradizionale, che hanno spostato il fuoco dell'analisi dal valore assoluto del debito pubblico al suo rapporto con il Pil. Grazie a queste ipotesi, Barro ha creato lo spazio per concepire la condizione di stabilità del rapporto debito/Pil come evoluzione dell'analisi tradizionale di sostenibilità, ancorando così le moderne formulazione di quel concetto all'impianto teorico neoclassico, incentrato sul cosiddetto vincolo di bilancio intertemporale del governo: "*[t]he requirement that the ratio of debt to GNP, b_n, tends eventually back to b_0 as [time] tends to infinity implies that the discounted value of debt goes to zero*"[81].

[81] Cfr. Blanchard *et al*. (1990), p. 12.

Abbiamo dunque tentato di argomentare che l'introduzione di quelle ipotesi non ha consentito a Barro di superare i limiti di carattere normativo che caratterizzavano la tradizionale teoria della sostenibilità; al contrario, i medesimi limiti normativi viziano le fondamenta delle più moderne formulazioni di quella nozione di sostenibilità, ma risultano semplicemente nascosti dietro l'impossibilità "tecnica", introdotta per ipotesi, di alternare – entro l'orizzonte temporale infinito che caratterizza l'operato del settore pubblico – disavanzi primari ed avanzi primari. Ipotizzando che un paese non possa realizzare avanzi primari dopo anni di disavanzi primari – questo è il reale significato della condizione di stabilità – l'analisi neoclassica ha potuto tradurre il tradizionale concetto di solvenza, secondo cui "*for a fiscal policy to be sustainable a government which has debt outstanding must anticipate sooner or later to run primary budget surpluses*"[82], nella prescrizione normativa di una *immediata* tendenza della politica fiscale alla realizzazione di avanzi primari. Questo è, a nostro avviso, l'unico contenuto innovativo delle moderne formulazioni della nozione neoclassica di sostenibilità del debito pubblico, quelle che hanno fornito i presupposti teorici necessari a disegnare le politiche fiscali restrittive indicate alla Grecia a partire dalla fine del 2009.

Si noti che quando la condizione di stabilità è ricondotta entro il perimetro della teoria neoclassica, appare impossibile estrapolarla da quel particolarissimo contesto teorico e svilupparla indipendentemente dai termini analitici entro cui è stata definita, ossia al di fuori del vincolo di bilancio intertemporale del governo e dei principi teorici entro cui quel vincolo opera. Se si accetta l'idea suggerita in questo capitolo, secondo cui la condizione di stabilità è stata elaborata nel contesto neoclassico con lo scopo di superare alcune difficoltà analitiche che quel particolare contesto generava, si può comprendere come sia impossibile preservare la condizione di stabilità fuori dagli schemi neoclassici senza riaffermare, al contempo, tutte le conclusioni implicite in quella particolare analisi della sostenibilità del debito pubblico. Pasinetti (1998), ad

[82] *Ibidem*

esempio, tenta di impostare la sua critica dei criteri di sostenibilità adottati dalle autorità europee a partire dal medesimo schema logico[83]: sebbene la sua analisi gli permetta di criticare le particolari soglie all'indebitamento pubblico individuate dal Trattato di Maastricht, il suo ragionamento presenta piena compatibilità con l'impostazione tradizionale del problema della sostenibilità. E difatti l'autore osserva che:

> "It may well happen that the financial markets interpret a high (D/Y) ratio as a risk factor and impose an even higher (i-g) differential […]. It is by this route that a high (D/Y) ratio may contribute (even without objective reasons) to generate fragility in the public financial sector." (Pasinetti, 1998, pp. 6-7.)

Come è evidente, questo legame tra il livello del debito pubblico ed il premio per il rischio preteso dai mercati finanziari su quel debito rappresenta esattamente il canale tramite cui, secondo la prospettiva neoclassica, un crescente livello del debito pubblico rende prima o poi necessaria la realizzazione di politiche fiscali restrittive, del tipo di quelle indicate alla Grecia a partire dalla fine del 2009. Abbiamo infatti provato a mostrare che lo strumento analitico della condizione di stabilità, che mette in relazione la sostenibilità del debito pubblico alla stabilizzazione del rapporto tra quel debito ed il reddito nazionale, porta con sé i termini essenziali dell'analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico. È per questa ragione, probabilmente, che Pasinetti (1998) finisce paradossalmente per concludere le sue riflessioni critiche osservando, in sintonia con l'apparto analitico che ispirerà l'interpretazione tradizionale della

[83] Per quanto concerne contributi più recenti, si vedano Apsromourgos *et al.* (2010), dove gli autori impostano la loro argomentazione nei seguenti termini: "*Empirical studies have assessed sustainability using non-increasing public debt as a benchmark (see Blanchard et al., 1990). In contrast, theoretical studies have associated sustainability with the capacity for a set of policies to continue indefinitely, allowing the public debt to take a range of 'sustainable' values. The government intertemporal budget constraint is a useful starting point.*" (Aspromourgos *et al.,* 2010, p. 434)

crisi greca: "*No doubt, it is essential for fiscal sustainability to bring to a halt the expansion of public indebtedness*."[84]

In conclusione, abbiamo tentato di mostrare che il moderno concetto di sostenibilità, sviluppato nel solco dell'analisi neoclassica, è caratterizzato – esattamente come il concetto tradizionale – da un contenuto normativo inconsistente. Le moderne analisi neoclassiche della sostenibilità del debito pubblico, che secondo Blanchard *et al.* (1990) fornirebbero "*[n]ew answers to an old question*", non riescono a nostro avviso in alcun modo a superare gli originali limiti normativi che caratterizzavano la letteratura tradizionale, e provvedono unicamente a nasconderli dietro ad alcune ipotesi *ad hoc*. Il ricorso a quelle ipotesi, inoltre, rende estremamente fragile l'impianto teorico posto alla base delle politiche fiscali disegnate per la Grecia e l'Europa negli anni più recenti. Lo stato di insolvenza della Grecia, che ha giustificato le politiche adottate per contrastare la crisi greca, è stato infatti decretato sulla base dell'analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico. Alla luce dell'analisi sviluppata in questo capitolo, sembra possibile ritenere che non vi siano basi teoriche sufficientemente solide per supportare l'idea che il livello del debito pubblico greco fosse insostenibile nel novembre 2009, né tantomeno l'idea più generale che esista un particolare *livello* del debito pubblico tale da richiedere, per essere sostenuto, un cambiamento della politica fiscale così radicale come quello indicato alla Grecia in cambio del prestito del maggio 2010.

2.3.8 Appendice analitica: Una dimostrazione formale del nesso tra condizione di stabilità e analisi neoclassica della sostenibilità del debito pubblico

Ley (2010) illustra un procedimento che consente di derivare la condizione di stabilità del rapporto tra debito e Pil a partire dalla condizione di annullamento del valore attuale del debito pubblico, semplicemente introducendo due ipotesi coincidenti, nella sostanza, con quelle elaborate da

[84] Cfr. Pasinetti (1998), p.8.

Barro. Appare così possibile dimostrare in termini analitici che, entro il particolare contesto teorico definito da Barro, la politica fiscale necessaria a stabilizzare il rapporto tra debito pubblico e Pil è esattamente la stessa che consente di soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale del governo.

Dobbiamo innanzitutto ridefinire quel vincolo in termini di rapporto tra debito pubblico e Pil. Indicando con *SP* il saldo primario (SP = T – G) e con *P* il livello generale dei prezzi, si consideri la seguente definizione del rapporto tra debito accumulato al tempo *t* e Pil, ottenibile semplicemente dividendo per il Pil nominale (*PY*) l'equazione [2b]:

$$\frac{B_t}{P_t Y_t} = \frac{B_{t-1}(1+i)}{P_t Y_t} - \frac{SP_t}{P_t Y_t} \qquad \text{[i]}$$

Se definiamo π il tasso d'inflazione e ricordiamo che *g* indica il tasso di crescita del Pil, possiamo riscrivere l'equazione [i] come:

$$\frac{B_t}{P_t Y_t} = \frac{B_{t-1}(1+i)}{P_{t-1}(1+\pi)Y_{t-1}(1+g)} - \frac{SP_t}{P_t Y_t} \qquad \text{[ii]}$$

Definiamo con l'equivalente lettera minuscola il rapporto tra ciascuna grandezza ed il Pil nominale corrispondente alla medesima data, e scriviamo:

$$b_t = b_{t-1}\frac{(1+i)}{(1+\pi)(1+g)} - sp_t \qquad \text{[iii]}$$

Se si definisce il tasso di interesse reale come $r = (i - \pi)/(1+ \pi)$ risulta possibile[85] riscrivere la [iii] come:

$$b_t = b_{t-1}\left(\frac{1+r}{1+g}\right) - sp_t \qquad \text{[iv]}$$

Estendendo l'orizzonte temporale ad un numero H di periodi, possiamo scrivere:

$$b_H = b_0\left(\frac{1+r}{1+g}\right)^H - \sum_{t=1}^{H} sp_t\left(\frac{1+r}{1+g}\right)^{(H-t)} \qquad \text{[v]}$$

[85] Infatti vale $\frac{1+i_t}{1+\pi_t} = \frac{1+\pi_t+i_t-\pi_t}{1+\pi_t} = 1+r_t$.

Se abbandoniamo il punto di vista dei valori correnti e ragioniamo in termini di valori attuali, possiamo riscrivere la [v] come:

$$b_0 = \sum_{t=1}^{H} sp_t \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^t + b_H \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^H \qquad \text{[vi]}$$

Adottando un orizzonte temporale infinito si ottiene, partendo dalla [vi]:

$$b_0 = \lim_{H\to\infty} \sum_{t=1}^{H} sp_t \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^t + \lim_{H\to\infty} b_H \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^H \qquad \text{[vii]}$$

A questo punto è possibile affermare che la condizione di trasversalità impone che:

$$\lim_{H\to\infty} b_H \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^H = 0 \qquad \text{[viii]}$$

Se vale la condizione [viii], allora è possibile far discendere direttamente dal vincolo di bilancio del governo, specificato nella equazione [vii] in rapporto al Pil, la seguente condizione:

$$b_0 = \lim_{H\to\infty} \sum_{t=1}^{H} sp_t \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^t \qquad \text{[ix]}$$

Seguendo Ley, vedremo che questa condizione è riconducibile, entro le ipotesi elaborate da Barro, alla condizione di stabilità, che può essere definita a partire dall'equazione [iv]:

$$b_t = b_{t-1}\left(\frac{1+r}{1+g}\right) - sp_t$$

$$b_t - b_{t-1} = b_{t-1}\left(\frac{1+r}{1+g}\right) - sp_t - b_{t-1}$$

$$\Delta b = b_{t-1}\left[\left(\frac{1+r}{1+g}\right) - 1\right] - sp_t$$

$$\Delta b = b_{t-1}\left(\frac{1+r-1-g}{1+g}\right) - sp_t$$

$$\Delta b = b_{t-1}\left(\frac{r-g}{1+g}\right) - sp_t$$

Ponendo *Δb* uguale a *0* possiamo così definire la condizione di stabilità del rapporto tra debito e Pil:

$$sp_t = b_{t-1}\left(\frac{r-g}{1+g}\right) \qquad [x]$$

L'argomentazione di Ley prende le mosse dall'ipotesi che il rapporto tra il saldo primario ed il Pil sia costante, ossia che $sp_1 = sp_2 = sp_3 = ... = sp$, ipotesi applicata direttamente alla condizione [ix]:

$$b_0 = \lim_{H\to\infty}\sum_{t=1}^{H} sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^t = sp\lim_{H\to\infty}\sum_{t=1}^{H}\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^t \qquad [xi]$$

Notiamo che questa ipotesi coincide con la condizione di stabilità elaborata da Barro: dati il tasso di crescita del reddito ed il tasso di interesse, la dinamica del debito pubblico dipende dalla dinamica del saldo primario, cosicché ipotizzare che il rapporto tra questo ed il reddito sia costanteequivale ad ipotizzare che il rapporto tra debito pubblico e Pil risulti stabile. Ley osserva che l'equazione [xi] può essere riscritta nei seguenti termini:

$$b_0 = sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right)\lim_{H\to\infty}\sum_{t=1}^{H}\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{t-1} \qquad [xii]$$

Questo passaggio consente all'autore di ottenere una sommatoria che si risolve in una serie geometrica del tipo $(1 + a + a^2 + a^3 +... + a^n)$, in luogo della serie geometrica $(a + a^2 + a^3 + ... + a^n)$ che caratterizza la sommatoria presente nell'equazione [xi], con $a = (1+g)/(1+r)$. Infatti, se l'autore avesse conservato la sommatoria nella sua forma originale, questa si sarebbe sviluppata come:

$$sp\lim_{H\to\infty}\sum_{t=1}^{H}\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^t = sp\left[\frac{1+g}{1+r}+\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^2+\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^3+...\right], \qquad [xiii]$$

mentre la stessa sommatoria, scritta nella forma espressa dalla [xii], si risolve in:

$$sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right)\lim_{H\to\infty}\sum_{t=1}^{H}\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{t-1} = sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right)\left[1+\frac{1+g}{1+r}+\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^2+\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^3+...\right] \qquad [xiv]$$

Il senso di questo passaggio operato da Ley risiede, a nostro avviso, nella possibilità di sfruttare una proprietà delle serie geometriche del tipo $(1 + a + a^2 +$

$a^3 + \ldots a^n)$, che sappiamo convergere al valore $1/(1-a)$ per n che tende all'infinito, quando riferite ad un termine a compreso tra 0 ed 1 ($0 < a < 1$). Difatti l'autore calcola, partendo dall'equazione [xii]:

$$b_0 = sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right) \lim_{H\to\infty} \sum_{t=1}^{H} \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{t-1} = sp\left(\frac{1+g}{r-g}\right), \qquad \text{[xv]}$$

ed è semplice dimostrare come tale risultato sia raggiungibile unicamente calcolando, tramite la proprietà delle serie geometriche appena illustrata, il valore del limite per H che tende all'infinito della sommatoria:

$$sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right) \lim_{H\to\infty} \sum_{t=1}^{H} \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{t-1} = sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right)\left[1 + \frac{1+g}{1+r} + \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^2 + \ldots\right] =$$

$$= sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right) \frac{1}{1-\left(\frac{1+g}{1+r}\right)} = sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right) \frac{1}{\left(\frac{1+r-1-g}{1+r}\right)} =$$

$$= sp\left(\frac{1+g}{1+r}\right)\left(\frac{1+r}{r-g}\right) = sp\left(\frac{1+g}{r-g}\right)$$

È interessante osservare che questo particolare procedimento adottato dall'autore sottintende una ipotesi decisiva per l'intera argomentazione dell'autore. Si noti che il termine di cui si sta qui studiando la serie geometrica è il termine:

$$a = \frac{1+g}{1+r}$$

Ipotizzare che tale termine sia compreso tra 0 ed 1 equivale ad ipotizzare che il tasso di crescita del Pil sia inferiore al tasso di interesse[86], dimostrando che l'autore ha impiegato anche la seconda ipotesi elaborata da Barro. In assenza di quella ipotesi sarebbe impossibile calcolare il valore della sommatoria in questione, e dunque far coincidere la condizione di solvibilità del debito pubblico tradizionale con quella relativa alla sua stabilizzazione.

[86] Infatti $\frac{1+g}{1+r} < 1 \Rightarrow 1+g < 1+r \Rightarrow g < r$

Una volta calcolata l'equazione [xv], Ley può finalmente scrivere la condizione che garantisce l'annullamento del valore attuale del futuro debito pubblico nella forma:

$$sp = b_0 \left(\frac{r-g}{1+g} \right),$$

che coincide con la condizione di stabilità del rapporto tra debito pubblico e Pil, definita dalla [x].

Capitolo III Le premesse teoriche di una interpretazione alternativa

3.1 Il tasso di interesse nella teoria classica

3.1.1 Un punto di vista teorico alternativo all'analisi neoclassica

Nel capitolo precedente abbiamo tentato di dimostrare che l'interpretazione della crisi greca elaborata all'interno del contesto teorico neoclassico poggia su un'analisi della sostenibilità del debito pubblico fragile dal punto di vista teorico e, al tempo stesso, priva di un significativo contenuto normativo. In particolare, siamo giunti alla conclusione che appare impossibile, entro quel particolare contesto teorico, determinare uno specifico *livello* del debito pubblico accumulato che risulti, genericamente, insostenibile. Di conseguenza, non sembra possibile interpretare l'incremento nei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico greco verificatosi a partire dal novembre 2009 come una manifestazione della insostenibilità di quel livello del debito; non sembra possibile, in altri termini, leggere l'*incipit* della crisi greca attraverso le lenti della teoria tradizionale.

La presente ricerca deve dunque individuare un diverso ambiente teorico entro cui tentare una interpretazione dei fenomeni empirici oggetto dell'analisi. Il nostro studio ha messo in evidenza tutte le debolezze, teoriche e normative, dell'interpretazione neoclassica, ma non ha messo in discussione l'*incipit* della crisi greca, comunemente individuato nella spirale dei tassi di interesse pagati sul debito pubblico del paese. È questo particolare oggetto empirico, la dinamica dei tassi di interesse sul debito pubblico greco, che dovrà ora essere studiato da un punto di vista differente da quello tradizionale.

Un punto di vista teorico alternativo allo schema neoclassico è rappresentato dall'economia politica classica, che organizza l'indagine economica in stadi logici separati sulla base dei differenti gradi di astrazione richiesti dall'analisi di ciascun particolare fenomeno. Sulla base di una simile architettura teorica appare possibile, come mostreremo in questo capitolo, concepire il tasso di interesse come un fenomeno puramente istituzionale, e dunque sviluppare una interpretazione dell'epifenomeno della crisi greca alternativa rispetto a quella, fondata sull'idea di insostenibilità del livello del debito pubblico, che originava dalla struttura analitica della teoria neoclassica.

3.1.2 Il tasso dell'interesse negli economisti classici

Il paradigma classico dell'analisi economica articola lo studio della distribuzione del reddito tra salari e profitti all'interno di una struttura teorica asimmetrica, organizzata in due distinti momenti logici gerarchicamente ordinati: una variabile distributiva viene determinata a partire dalle circostanze storico-istituzionali entro cui è organizzata la produzione, mentre l'altra può essere determinata come un residuo non appena sia stata definita l'entità della prima, date le condizioni tecniche di produzione ed il livello del prodotto sociale[87].

Gli economisti classici considerano il saggio del salario quale grandezza suscettibile di essere determinata da fattori storico-sociali e concepiscono il profitto come la variabile residuale, che emerge dal prodotto sociale una volta che vi sia stato sottratto il consumo necessario alla riproduzione del sistema economico su scala immutata. In tal senso risulta possibile parlare di un nucleo dell'analisi classica per indicare quello stadio puramente quantitativo dell'analisi in cui, date le condizioni tecniche di produzione, le quantità prodotte e l'entità del saggio del salario reale, si determinano il saggio del profitto e l'unico sistema di prezzi capace di garantire quel particolare profitto sul capitale investito in ciascun settore dell'economia.

[87] Si veda Garegnani (1981).

Per comprendere la posizione del tasso dell'interesse all'interno di questo schema di relazioni tra le variabili distributive dobbiamo innanzitutto esplicitare le parti in cui il saggio del profitto si suddivide. Il profitto sul capitale (*r*), difatti, consta di due elementi fondamentali, interesse (*i*) e profitto d'impresa (*npe*):

$$r = i + npe$$

Qualsiasi teoria economica deve necessariamente organizzare questi elementi, e deve farlo in una forma coerente con la teoria della distribuzione elaborata, al fine di qualificare i nessi tra le categorie economiche sottostanti quelle voci di profitto – ossia il complesso dei rapporti tra capitale finanziario e capitale industriale – ed il problema della distribuzione del reddito tra salari e profitti.

Il punto di vista degli economisti classici relativo allo schema di relazioni che unisce saggio del profitto, tasso d'interesse e profitto normale d'impresa[88] risulta caratterizzato in primo luogo dalla circostanza che vede il saggio del salario quale unico fattore in grado di influenzare l'entità del saggio del profitto, ed in secondo luogo dall'idea che i profitti normali d'impresa siano il riflesso di elementi oggettivi o convenzionali di rischio. Pertanto, nello schema classico, il tasso d'interesse appare quale grandezza residua, ma al tempo stesso direttamente correlata con il saggio del profitto: a parità di altre condizioni, un aumento del saggio del profitto si risolve in un aumento della quota spettante ai capitalisti monetari.

Nell'impostazione classica di questo problema non vi è alcuno spazio per immaginare l'influenza di circostanze esterne al sistema produttivo sul tasso dell'interesse, poiché questo è determinato una volta noto il saggio del salario (che determina il saggio del profitto) e quell'insieme di elementi oggettivi da cui dipende il profitto normale d'impresa nei vari rami. In tal senso è possibile affermare che il tasso d'interesse si configuri non come un fenomeno monetario,

[88] Si veda Pivetti (1991).

ma al contrario come un fenomeno governato dalle forze reali che sono all'origine della determinazione del saggio di profitto normale, ossia dalle condizioni tecniche di produzione e dall'entità del saggio del salario reale.

3.1.3 La prospettiva marxiana

Marx[89] ha in mente una struttura di relazioni tra le categorie del profitto coerente con la teoria classica dei prezzi e della distribuzione ma, al tempo stesso, legata ad una visione del tasso dell'interesse fondamentalmente differente da quella suggerita dagli economisti classici: dato il saggio generale del profitto, il profitto normale di impresa emerge quale variabile residuale non appena si determina il tasso d'interesse nel mercato monetario. Pertanto, l'economista tedesco elabora uno schema di relazioni tra le categorie del profitto che consente di concepire il tasso dell'interesse quale variabile puramente monetaria, determinata fuori dalla sfera della produzione.

L'opera di Marx affonda le sue radici nella teoria della distribuzione classica, secondo la quale il saggio del profitto è determinato esclusivamente dall'entità del saggio del salario reale, note le condizioni tecniche di produzione. Dunque, l'analisi marxiana delle categorie del profitto prende avvio da un saggio generale del profitto di definita entità per studiarne la ripartizione tra interesse e guadagno d'imprenditore. In questo schema, il saggio generale del profitto determinato dall'entità del saggio del salario reale costituisce lo spazio entro cui si relazionano il tasso dell'interesse monetario ed il profitto normale d'impresa:

> "Quando si tratta di ripartire un tutto dato, come il profitto, fra due persone, tale ripartizione dipende naturalmente in primo luogo dalla grandezza del tutto da ripartire, e questa, la grandezza del profitto, è determinata dal suo saggio medio. Presupponendo dato il saggio generale del profitto, quindi la grandezza del profitto per un capitale di grandezza determinata, diciamo di 100, le variazioni dell'interesse sono evidentemente inversamente proporzionali alle variazioni della

[89] Si farà riferimento, in questo lavoro, all'opera Il Capitale, 1894, nell'edizione italiana Einaudi, Torino, 1975, traduzione di Maria Luisa Boggeri.

> parte di profitto che rimane al capitalista operante, il quale lavora però con capitale preso a prestito. E le circostanze che determinano la grandezza del profitto da ripartire, del prodotto-valore del lavoro non pagato, differiscono considerevolmente da quelle che determinano la sua ripartizione fra queste due categorie di capitalisti, ed agiscono spesso in senso diametralmente opposto." (Marx, 1894, p. 498.)

Marx colloca quindi lo studio di queste categorie del profitto in uno stadio dell'analisi successivo a quello in cui si determina la distribuzione del reddito tra salari e profitti: lo studio della ripartizione del profitto tra interesse e guadagno d'impresa non ha nessi diretti con il fenomeno della distribuzione del reddito, ma si rivolge alle dinamiche attraverso cui si esplicita il complesso rapporto tra capitale finanziario e capitale industriale, una volta che sia stata definita l'entità della massa di profitti che quelle distinte classi di capitalisti si contendono. In altri termini Marx studia, con la sua teoria dell'interesse e del profitto, non il conflitto distributivo tra lavoratori e capitalisti, ma la dialettica tra due distinte classi di capitalisti, quella dei capitalisti monetari, che prestano denaro in cambio di un interesse, e quella dei capitalisti "operanti", che prendono a prestito il denaro al fine di intraprendere un'attività profittevole.

Nello studiare le regole che governano la distribuzione tra queste due classi di capitalisti Marx afferma, citando Ramsay, che il tasso dell'interesse "dipende dal saggio di profitto lordo e dalla proporzione secondo la quale quest'ultimo è ripartito fra interesse e guadagno dell'imprenditore"[90]. È importante osservare che Marx presenta le determinanti del tasso d'interesse – a cui dedicheremo la prossima sezione – non in questa semplice veste, ma quali determinanti della proporzione secondo cui il profitto si suddivide tra interesse e guadagno d'imprenditore. Così facendo, Marx afferma contemporaneamente due concetti: il primo è che il tasso d'interesse, lungi dal risultare quale variabile residuale come volevano Smith e Ricardo, rappresenta una variabile determinata da circostanze indipendenti dalla distribuzione tra salari e profitti; il secondo è che

[90] Cfr. Marx (1894), p. 500.

quelle circostanze determinano simultaneamente il tasso d'interesse e l'entità del profitto normale d'impresa, cosicché quest'ultimo risulta quale variabile residuale del sistema.

3.1.4 La coerenza dello schema marxiano

L'idea che il profitto normale d'impresa rappresenti la variabile residuale all'interno dello schema classico, avanzata da Marx, ha sollevato delle perplessità: se i profitti normali d'impresa non riflettono elementi oggettivi o almeno convenzionali di rischio, come nel pensiero degli economisti classici, allora possono essere erosi dall'ingresso nei vari settori di nuovo capitale, attirato da rendimenti maggiori di quelli offerti sul mercato monetario; in questa maniera la concorrenza sarebbe in grado di annullare ogni eccedenza sull'interesse, circostanza che non trova alcun riscontro nel reale funzionamento dei sistemi economici capitalistici. Alla luce di queste considerazioni, Pivetti (1985) ha sviluppato una formulazione alternativa della teoria classica nel tentativo di preservare la prospettiva marxiana sul tasso dell'interesse da simili contraddizioni.

Seguendo un suggerimento di Sraffa, Pivetti considera il saggio del profitto quale dato intermedio nel nucleo dell'analisi classica, "determinato da influenze estranee al sistema della produzione, e particolarmente dal livello dei tassi di interesse monetario"[91], e concepisce di conseguenza il saggio del salario reale quale variabile residuale. Secondo questo autore, il saggio dell'interesse monetario determina la distribuzione in quanto, entrando nei costi di produzione delle imprese, determina il livello dei prezzi e dunque, dato un saggio del salario nominale contrattato dalle parti sociali, finisce per determinare in maniera univoca il rapporto tra prezzi e salario nominale, ossia il salario reale. Questa particolare formulazione dello schema classico consente a Pivetti di considerare interesse e profitto d'impresa quali determinanti del profitto, nel senso che quest'ultimo risulta dalla somma delle due componenti, a loro volta determinate

[91] Cfr. Sraffa (1960), p. 43

autonomamente l'una rispetto all'altra. Questo autore afferma che il profitto normale d'impresa riflette elementi oggettivi di rischio impliciti nelle differenti attività produttive, e dunque appare determinabile indipendentemente dal tasso d'interesse; al tempo stesso quest'ultimo risulta determinato dalla politica monetaria e da altri fattori estranei al sistema della produzione, di modo che il saggio di profitto deriva dalla mera addizione di questi due elementi determinati separatamente. Come nei classici, la distanza tra saggio del profitto e interesse riflette elementi di rischio oggettivi, ed esattamente per questo motivo non può essere ridotta dalla concorrenza ma costituisce, al contrario, un elemento dato, soggetto a lenti mutamenti nel tempo.

Riteniamo tuttavia possibile argomentare che nello schema marxiano vi sono, seppur impliciti, degli elementi capaci di spiegare l'esistenza di un livello minimo del profitto normale d'impresa, e dunque tali da preservare quella struttura teorica dai rischi osservati da Pivetti. Nei termini che illustreremo dettagliatamente nella prossima sezione, Marx sostiene che il tasso d'interesse è determinato da domanda e offerta di capitale da prestito ("dalla concorrenza fra chi dà a prestito e chi prende a prestito capitale"[92]); lo stesso autore aveva anche affermato che – come abbiamo mostrato – le determinanti dell'interesse stabiliscono, contemporaneamente, il rapporto tra questo ed il guadagno d'impresa. Dal momento che la domanda di capitale da prestito viene espressa proprio da coloro i quali percepiscono il profitto d'impresa[93], questi ultimi concorrono a determinare il tasso dell'interesse e possono, per questa via, impedire che la loro remunerazione tenda ad annullarsi. Dunque la concezione

[92] Cfr. Marx (1894), p. 500.

[93] Nel passo precedentemente citato, infatti, Marx affermava che: "le variazioni dell'interesse sono evidentemente inversamente proporzionali alle variazioni della parte di profitto che rimane al *capitalista operante, il quale lavora però con capitale preso a prestito*." (Marx, 1894, p. 498, corsivo nostro). Marx spiega: "Si è visto che il capitale produttivo d'interesse, sebbene categoria assolutamente distinta dalla merce, si trasforma in merce *sui generis*, e perciò l'interesse ne diventa il prezzo che, come per il prezzo di mercato della merce ordinaria, è di volta in volta fissato dalla domanda e dall'offerta. *Il saggio di mercato d'interesse, sebbene di continuo fluttuante, appare dunque in ogni dato momento così stabilmente fissato e uniforme, come ogni volta appare il prezzo di mercato della merce. I capitalisti monetari apportano questa merce, e i capitalisti operanti la comperano, costituendone la domanda.* Ciò non si verifica nel livellamento al saggio generale del profitto." (Marx, 1894, p. 506, corsivo nostro.)

del guadagno d'impresa quale variabile residuale non impedisce ai capitalisti operanti di esercitare un'influenza rilevante sulla determinazione della proporzione tra l'interesse e la loro remunerazione. È infatti possibile immaginare che, qualora il profitto normale d'impresa raggiunga un certo livello minimo, non vi sia più un sufficiente incentivo ad intraprendere un'attività produttiva e a farsi carico del rischio connesso, cosicché si riduce la domanda di capitale da prestito. Un simile meccanismo è reso possibile dalla configurazione assunta dal mercato monetario entro lo schema logico marxiano e dal ruolo svolto dai capitalisti operanti. Sul mercato monetario si verifica una "azione contemporanea di masse"[94] che si confrontano determinando il tasso dell'interesse; Marx armonizza questa dinamica con quel complesso processo di livellamento attraverso cui si determina il saggio del profitto ed in cui si esplicita tutta la rilevanza del ruolo svolto dai capitalisti operanti:

> "Il saggio generale del profitto al contrario esiste unicamente come tendenza, come movimento tendente a livellare i saggi del profitto particolari. La concorrenza dei capitalisti – che è essa stessa questo movimento di livellamento – consiste nel sottrarre gradualmente il capitale dalle sfere dove il profitto per un certo tempo si mantiene al di sotto della media, e nel convogliarlo, anche qui gradualmente, nelle sfere dove il profitto è al di sopra della media; o ancora nel fatto che il capitale addizionale si ripartisce gradualmente in proporzioni diverse fra queste sfere. È una continua variazione di apporto e di sottrazione di capitale, rispetto a queste diverse sfere, mai azione contemporanea di masse, come nella determinazione del saggio d'interesse." (Marx, 1894, p. 506.)

L'azione dei capitalisti operanti è qui descritta da Marx estesamente: questi devono modellare quella massa informe di capitale che proviene dal mercato monetario in maniera tale da assecondare la struttura della domanda aggregata, ossia lo spettro degli impieghi profittevoli. Questa opera implica un continuo spostamento di capitali dai settori meno redditizi a quelli

[94] Si veda la citazione seguente.

maggiormente remunerativi, cosicché un investimento errato implica un guadagno d'impresa nullo o, nel peggiore dei casi, una perdita da parte di colui il quale ha preso in prestito capitale e non è più in grado di restituirlo con gli interessi prestabiliti.

Questo livello minimo del guadagno d'impresa appare connesso, nel pensiero di Marx, alla circostanza che il ruolo svolto da capitalisti operanti è necessario alla valorizzazione del capitale posseduto dai capitalisti finanziari, e deve quindi essere continuamente incentivato mediante l'attribuzione, al capitale operante, di una quota del profitto che è in grado di generare all'interno della sfera della produzione[95]. I proprietari del capitale, organizzati nelle istituzioni della finanza, non possono prescindere dalla classe dei capitalisti operanti se non rinunciando alla natura di capitale che, in potenza, è racchiusa nella massa di denaro in loro possesso[96]. Nelle parole adottate da Marx, l'esistenza di un livello minimo del guadagno d'impresa può essere collegato al semplice fatto che "Il più intenso desiderio, dopo quello di guadagnar denaro, è quello di disfarsene in qualunque modo che renda interesse o profitto; perché il denaro in quanto denaro non rende nulla."[97]

La struttura teorica disegnata da Marx appare dunque dotata di un meccanismo capace di impedire l'annullamento dei profitti d'impresa: l'idea che esista un livello minimo, incomprimibile, del guadagno d'impresa legato alle

---

[95] "il vero è proprio prodotto specifico del capitale […] per il capitalista che lavora con capitale preso a prestito […] non è il profitto, ma il profitto meno l'interesse, la parte del profitto che gli rimane dopo il pagamento dell'interesse. Questa parte del profitto appare dunque a lui necessariamente come prodotto del capitale, nella misura in cui questo opera; ed effettivamente per lui è così, poiché egli rappresenta unicamente il capitale operante. Egli [il capitalista operante] è la sua personificazione, in quanto esso [il capitale] opera ed esso opera *in quanto viene investito, in modo che porti profitto, nell'industria o nel commercio e con esso, attraverso chi lo impiega, vengono intraprese quelle operazioni che sono richieste dai rami d'affari in cui di volta in volta è investito*." (Marx, 1894, p. 515, corsivo nostro). Marx parla, in tal senso, di valore d'uso del denaro: "Con ciò esso acquista, oltre al valore d'uso che esso possiede come denaro, un valore d'uso addizionale, cioè quello di operare come capitale. Il suo valore d'uso consiste qui proprio nel profitto che esso produce una volta trasformato in capitale. In questa qualità di capitale potenziale, di mezzo della produzione del profitto, esso diventa merce, ma una merce sui generis."(Marx, 1894, p. 470)

[96] Per ribadire questo concetto, Marx propone un parallelo tra il rapporto che lega il capitalista operante ed il lavoratore da un lato, ed il rapporto tra capitalista monetario ed il capitalista industriale dall'altro (si veda Marx, 1894, p. 486 e p. 491).

[97] Cfr. Marx (1894), p. 575.

circostanze storico-istituzionali entro cui è organizzata la produzione. Pertanto, l'economia politica classica trova nella prospettiva marxiana una formulazione coerente e, al tempo stesso, capace di declinare lo studio del tasso dell'interesse come l'analisi di un fenomeno istituzionale.

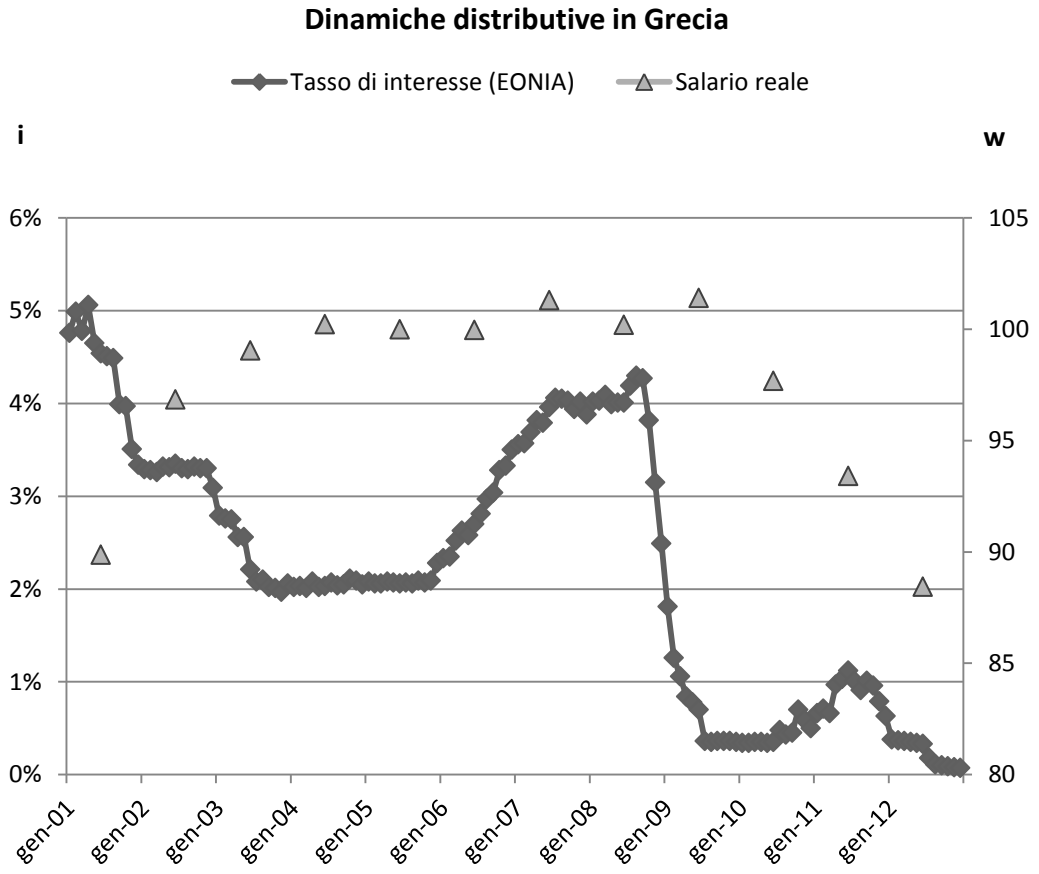
3.1.5 I contorni di un'analisi classica della crisi greca

Riportando il discorso sull'oggetto della presente ricerca, la crisi greca ed il suo particolare *incipit*, dobbiamo chiederci innanzitutto quali siano gli spazi che l'analisi classica apre all'interpretazione di quel fenomeno, e quali potrebbero essere i limiti di un simile approccio teorico allo studio delle dinamiche osservate in Grecia a partire dalla fine del 2009.

Dal momento che la nostra analisi si concentrerà sulle dinamiche del tasso di interesse pagato dai titoli pubblici della Grecia, dobbiamo prestare attenzione al modo in cui la teoria classica organizza le categorie del profitto. I fatti che ci proponiamo di indagare, e che dunque devono trovare una organizzazione coerente con lo schema teorico che intendiamo adottare, sono quelli che accompagnano l'evoluzione della crisi greca sotto tre punti di vista fondamentali: la distribuzione del reddito tra salari e profitti, la divisione di quei profitti in interessi e profitti normali d'impresa, ed il nesso che lega il tasso di interesse governato dall'autorità monetaria a quello pagato sul debito pubblico.

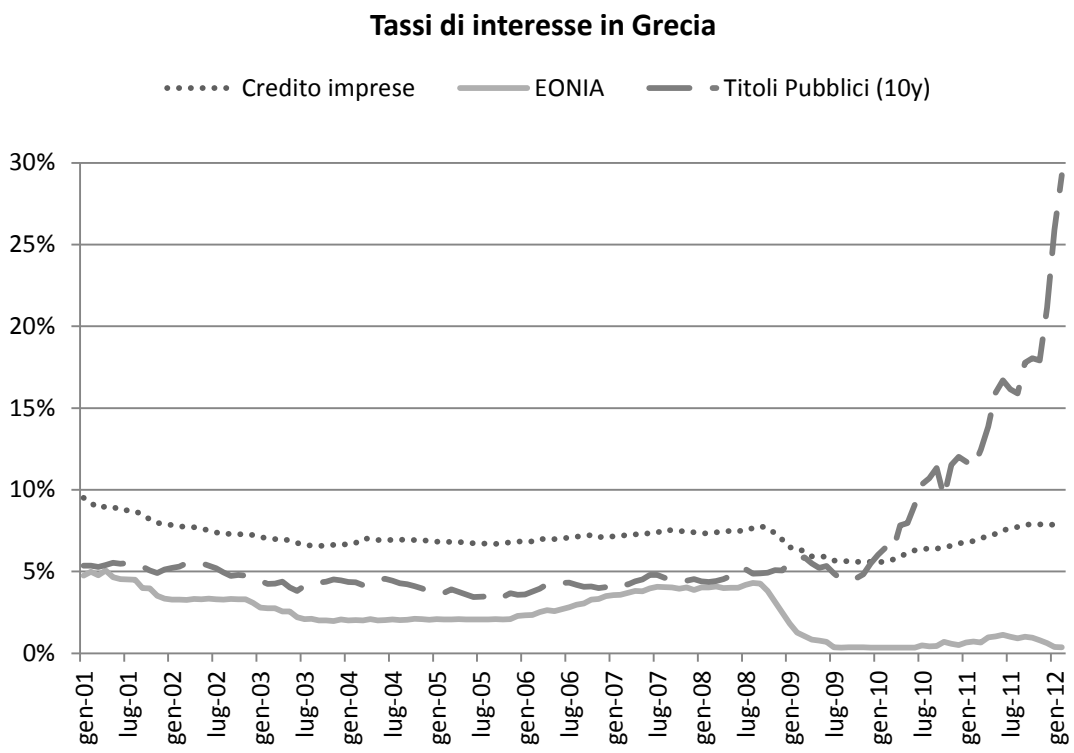
In primo luogo, abbiamo visto che la crisi greca coincide con una profonda redistribuzione del reddito dai salari ai profitti, e dunque si sviluppa entro quella che, nella logica della teoria classica, può essere concepita come una parabola crescente del saggio generale del profitto. In secondo luogo, come mostreremo approfonditamente nel quinto capitolo, questo incremento nel saggio del profitto si realizza proprio mentre le autorità monetarie europee comprimono il tasso dell'interesse ufficiale ai suoi minimi storici: nel contesto della crisi greca, dunque, osserviamo un movimento inverso di tasso di interesse e saggio generale del profitto, movimento che può essere rappresentato attraverso una

precisa correlazione diretta tra tasso di interesse e salario reale che si verifica proprio in coincidenza con la crisi:



Fonte: European Central Bank per il tasso EONIA ed Ameco per il salario reale (2005=100)

Infine, per giungere al centro della nostra analisi, dobbiamo studiare la dinamica del tasso di interesse pagato sui titoli del debito pubblico greco: la crisi greca si manifesta infatti come una significativa divergenza del costo dell'indebitamento pubblico dal tasso di interesse ufficiale. In particolare, il tasso sui titoli pubblici greci cresce esponenzialmente, proprio a partire dalla fine del 2009, mentre l'autorità monetaria costringe il tasso di interesse interbancario (EONIA) ai suoi livelli minimi, condizionando per questa via il tasso dell'interesse pagato sui prestiti del settore bancario all'economia.



Fonte: Bank of Greece ed European Central Bank

La redistribuzione del reddito dai salari ai profitti, il sensibile abbassamento del tasso di interesse governato dall'autorità monetaria e la dinamica esplosiva del costo dell'indebitamento pubblico compongono l'intreccio di fenomeni che intendiamo organizzare entro lo schema teorico classico.

Si noti che seguendo tanto gli economisti classici quanto la particolare formulazione di quella teoria elaborata da Pivetti, possiamo studiare le dinamiche del tasso di interesse solamente entro uno schema che implica una correlazione diretta tra questa grandezza ed il saggio generale del profitto. Per i classici, infatti, l'interesse è la variabile residuale che risulta, dato un profitto d'impresa, una volta definito il salario reale, e dunque appare inversamente proporzionale alla remunerazione del lavoro. Per Pivetti esiste una precisa relazione causale che va dal tasso d'interesse al saggio del profitto: nel suo schema, l'interesse definito nel mercato monetario finisce per determinare univocamente, dato il guadagno d'impresa, il saggio generale del profitto, cosicché sussiste una relazione diretta tra i due saggi di remunerazione del

capitale. Dunque, al di là delle differenze, un fondamentale elemento accomuna la prospettiva teorica di Pivetti a quella degli economisti classici: in entrambi gli schemi, il saggio del profitto ed il saggio dell'interesse si muovono sempre nella stessa direzione. Questo vincolo ci impedirebbe, dunque, di incanalare nel solco dell'analisi classica i fenomeni caratteristici della crisi greca, laddove il tasso di interesse ufficiale ed il saggio generale del profitto si sono mossi in direzioni opposte.

Per concepire una simile dinamica all'interno della teoria della distribuzione classica, dobbiamo necessariamente adottare la prospettiva marxiana, fondata su una architettura teorica aperta a possibili movimenti opposti del saggio del profitto e del tasso di interesse: la crisi greca, in altri termini, ci offre una dinamica delle categorie del profitto che appare difficile organizzare nelle logiche dell'economia classica se non si segue la struttura analitica elaborata da Marx. Il pensiero marxiano ci fornisce dunque una efficace organizzazione dell'analisi classica del tasso di interesse, e dunque uno strumento utile ad avvicinare il fenomeno oggetto della presente ricerca. Grazie a questo schema logico, potremo studiare la dinamica del tasso di interesse sul debito pubblico greco in una fase storica che vede contrarsi, simultaneamente, la quota del reddito destinato ai salari ed il tasso di interesse fissato dall'autorità monetaria.

3.2 La natura istituzionale del tasso dell'interesse in Marx

3.2.1 Il saggio medio dell'interesse

Possiamo ora concentrare la nostra attenzione sull'analisi delle determinanti del tasso dell'interesse sviluppata da Marx nel Capitale, analisi che costituirà la base teorica della nostra interpretazione della crisi greca. Nell'occuparsi delle circostanze che determinano il tasso dell'interesse, Marx riferisce chiaramente questo stadio dell'analisi allo studio del 'saggio medio dell'interesse'. Per Marx, infatti, la parte del profitto che prende il nome di

interesse "dipende dall'entità del saggio medio dell'interesse."[98] In generale l'autore afferma che:

> "Il saggio medio dell'interesse predominante in un paese – a differenza del saggio di mercato che varia continuamente – non può assolutamente essere determinato da alcuna legge. *Non esiste così un saggio naturale dell'interesse, nel senso in cui gli economisti parlano di un saggio naturale del profitto e di un saggio naturale del salario*." (Marx, 1894, p. 501, corsivo nostro.)

Posta l'inesistenza di un saggio normale dell'interesse, ossia di una grandezza teorica persistente e dunque capace di rappresentare un centro di gravitazione della grandezza di mercato, la grandezza teorica del saggio d'interesse di mercato assurge ad elemento determinante nella definizione del livello assunto dal saggio dell'interesse non solo giorno per giorno, ma anche entro intervalli di tempo più ampi. La grandezza teorica rilevante, che Marx sostituisce all'inesistente saggio naturale dell'interesse, diviene pertanto il saggio medio dell'interesse, che non è altro se non la media dei saggi dell'interesse di mercato che si osservano nel tempo. Ma se la grandezza teorica oggetto dello studio diviene il saggio medio dell'interesse, le sue determinanti coincideranno con le determinanti del saggio dell'interesse di mercato.

Pertanto, secondo Marx, il saggio medio dell'interesse risulta determinato dall'interazione tra domanda e offerta di capitale monetario:

> "Il capitale si presenta come merce […] in quanto *la ripartizione del profitto in interesse e profitto vero e proprio viene regolata dalla domanda e dall'offerta, ossia dalla concorrenza, esattamente come i prezzi di mercato delle merci*." (Marx, 1894, p. 492, corsivo nostro.)

Marx prosegue la sua argomentazione spiegando che questa particolarissimo "prezzo di mercato" che è l'interesse sul capitale[99] ha un

[98] Cfr. Marx (1894), p. 522.

significato totalmente differente da quello attribuibile al prezzo di mercato delle merci:

> "Ma la differenza qui balza agli occhi al pari dell'analogia. Se la domanda e l'offerta si equilibrano, il prezzo di mercato della merce corrisponde al suo prezzo di produzione; ossia il suo prezzo, in tal caso, appare regolato dalle leggi interne della produzione capitalistica, indipendentemente dalla concorrenza, poiché le oscillazioni della domanda e dell'offerta non spiegano altro se non le deviazioni dei prezzi di mercato dai prezzi di produzione, deviazioni che si compensano a vicenda, di modo che i prezzi medi di mercato, in certi periodi abbastanza lunghi, sono uguali ai prezzi di produzione. Quando l'offerta e la domanda si equilibrano, queste forze cessano di agire, si annullano a vicenda, e la legge generale della determinazione del prezzo si manifesta allora come legge del caso singolo; il prezzo di mercato corrisponde allora già nella sua esistenza immediata, e non solo come media del movimento dei prezzi di mercato, al prezzo di produzione, che viene regolato dalle leggi immanenti del modo di produzione stesso. […] Diversamente stanno invece le cose per quanto riguarda l'interesse del capitale monetario. La concorrenza non determina qui le deviazioni da una legge, poiché qui non esiste una legge della ripartizione all'infuori di quella imposta dalla concorrenza, non esiste, infatti, come vedremo meglio in

[99] Sull'interesse inteso come prezzo del capitale monetario Marx afferma che: "Come il prezzo esprime il valore della merce, l'interesse esprime dunque la valorizzazione del capitale monetario ed appare quindi come il prezzo che viene corrisposto a chi lo cede in prestito." (Marx, 1894, pp. 490-1) Tuttavia l'autore è ben conscio dell'ambiguità di un simile linguaggio: "Il capitale monetario anzitutto non è altro che una somma di denaro, o il valore di una determinata massa di merci fissata come somma di denaro. […] Il prezzo del capitale si riferisce perciò al capitale come somma di denaro […]. Come potrebbe ora una somma di valore avere un prezzo oltre al proprio prezzo, oltre al prezzo espresso nella sua stessa forma monetaria? Il prezzo è appunto il valore della merce (e ciò vale anche per il prezzo di mercato, che si distingue dal valore non qualitativamente, ma solo quantitativamente, solo per quanto riguarda la grandezza del valore), che si distingue dal suo valore d'uso. Un prezzo che differisca qualitativamente dal valore è una contraddizione assurda." (Marx, 1894, p. 490) Pertanto Marx precisa che: "Se si vuole chiamare l'interesse il prezzo del capitale monetario, si tratta di una forma irrazionale del prezzo, assolutamente in contraddizione con il concetto del prezzo della merce." (Marx, 1894, p. 489) Dunque, nel caso del tasso dell'interesse concepito come un prezzo particolare, Marx può affermare: "Il prezzo è qui ridotto alla sua forma puramente astratta e priva di contenuto, secondo cui esso è una somma di denaro determinata, che viene pagata per qualunque cosa appaia in un modo o nell'altro come valore d'uso; mentre, secondo il suo concetto, il prezzo è uguale al valore di questo valore d'uso espresso in denaro. Interesse come prezzo del capitale è a priori un'espressione del tutto irrazionale." (Marx, 1894, pp. 489-90, corsivo nostro.)

> seguito, un livello "naturale" del saggio dell'interesse. *Per saggio naturale dell'interesse s'intende invece il saggio determinato dalla libera concorrenza*. Non vi sono limiti "naturali" del saggio dell'interesse. Dove la concorrenza non determina solo le deviazioni e le oscillazioni, dove quindi, con l'equilibrio delle forze operanti in senso opposto, cessa in generale ogni determinazione opposta, ciò che deve essere determinato è di per sé qualcosa di arbitrario, che non è soggetto a nessuna legge." (Marx, 1894, pp. 492-3, corsivo nostro.)

L'assenza di un centro di gravitazione dei saggi d'interesse di mercato che si producono, giorno per giorno, sui mercati finanziari rende, a detta di Marx, l'entità del saggio medio dell'interesse "qualcosa di arbitrario" rispetto al processo di produzione in sé. Ciò significa che la concorrenza (tra coloro che detengono la proprietà del capitale e coloro i quali lo chiedono in prestito per conseguire un profitto) non muove un processo di gravitazione intorno ad un prezzo normale, ma diviene essa stessa la circostanza determinante il valore normale del tasso dell'interesse; e lo diviene poiché la spartizione del profitto tra le due classi di capitalisti avviene al di fuori del processo produttivo, e dunque al di fuori di quelle leggi – ad esso intrinseche – che determinano, posto un saggio del salario reale, il corrispondente saggio generale del profitto e quell'unico sistema di prezzi normali capace di assicurare l'uniformità del profitto in ciascun settore. Questa maniera di organizzare lo studio del tasso dell'interesse crea lo spazio per concepire una influenza determinante dei fattori istituzionali: dal momento che quella variabile distributiva risulta dall'interazione tra i flussi di domanda ed offerta che si confrontano sul mercato monetario, appare possibile concepire il governo di quei flussi e delle loro interazioni, dunque l'autorità monetaria, come il fattore decisivo nella determinazione del tasso di interesse.

3.2.2 L'influenza di circostanze storico-istituzionali

L'arbitrarietà di una determinazione del tasso dell'interesse abbandonata alla concorrenza tra domanda ed offerta di capitale da prestito costituisce un

elemento centrale dello schema marxiano, poiché diviene lo spazio teorico entro cui risulta possibile articolare un ragionamento meno astratto di quello necessario a spiegare, ad esempio, i prezzi normali o il saggio generale del profitto. Ciò che avviene sul mercato monetario può essere visto, con Marx, come il riflesso di un vasto spettro di fenomeni che agiscono sulla determinazione della proporzione tra interesse e guadagno d'impresa, e che vanno dal particolare stadio del ciclo economico allo stato dei rapporti di forza tra le due classi di capitalisti, elemento spesso connesso allo stato di accumulazione raggiunto dalla particolare società che si intende studiare. L'enfasi posta da Marx su quella che egli chiama "irrazionalità" del tasso dell'interesse medio sembra dunque, a nostro avviso, giustificata dal ruolo svolto sul piano teoretico da questa grandezza; è come se l'articolazione dell'analisi su stadi logici separati trovi, nella determinazione del tasso dell'interesse al di fuori del processo produttivo, proprio lo scalino che consente il passaggio da un livello di astrazione elevato ad uno più basso. Marx ci dice che:

> "L'equilibrio dell'offerta e della domanda – il saggio del profitto medio presupposto come dato – non significa qui assolutamente nulla. Dove di solito si ricorre a questa formula (e ciò è allora giusto da un punto di vista pratico), essa serve unicamente come una formula per trovare la regola fondamentale, indipendente dalla concorrenza e che anzi la determina (i limiti che la regolano e le grandezze che la limitano); […] Questo non vale per il saggio medio dell'interesse. Non esiste assolutamente ragione alcuna perché le condizioni medie della concorrenza, l'equilibrio fra chi dà a prestito e chi prende a prestito, debbano dare a chi dà a prestito un saggio d'interesse del 3, 4, 5% ecc. sul suo capitale, oppure una determinata parte percentuale, il 20% o il 50% del profitto lordo. Quando, in questo caso, decide la concorrenza in quanto tale, la determinazione in sé e per sé è accidentale, puramente empirica, e solo la pedanteria o la fantasia può voler trasformare questa casualità in qualche cosa di necessario." (Marx, 1894, pp. 501-2.)

Marx provvede immediatamente a qualificare ciò che fino a quel momento aveva chiamato semplicemente "irrazionalità" o "determinazione accidentale, puramente empirica", spiegando che il processo di formazione del tasso dell'interesse è influenzato in misura determinante dalla particolare cornice istituzionale entro cui quella variabile distributiva è negoziata:

> "La consuetudine, la tradizione giuridica ecc. intervengono precisamente quanto la concorrenza stessa nella determinazione del saggio dell'interesse medio, nella misura in cui questo esiste non solo come un numero medio, ma come grandezza reale. […] Se si domanda ancora perché i confini del saggio medio dell'interesse non si possono derivare dalle leggi generali, la risposta si trova semplicemente nella natura dell'interesse. Esso è semplicemente una parte del profitto medio." (Marx, 1894, pp. 502-3.)

Si tratta dunque della natura eminentemente storico-istituzionale delle molteplici determinanti del tasso dell'interesse medio: quell'"irrazionalità" è più propriamente definibile come l'assenza di una regola semplice, generale e di proprietà perfettamente definite per la determinazione del tasso dell'interesse, e dunque l'apertura dell'analisi economica allo studio del contesto istituzionale entro cui si realizza il confronto tra la domanda e l'offerta di fondi prestabili. Nell'affermare che questi elementi istituzionali "intervengono precisamente quanto la concorrenza stessa nella determinazione del saggio medio dell'interesse", Marx disegna una struttura analitica che attribuisce la medesima rilevanza tanto ai movimenti di fondo dei mercati finanziari, sintetizzabili nelle dinamiche della domanda e dell'offerta, quanto alla varietà di regole, consuetudini e pratiche operative che disciplinano e orientano, in ciascun particolare contesto storico-istituzionale, quei movimenti. L'architettura istituzionale entro cui creditori e debitori sono chiamati a definire i termini dei loro contratti finisce così per collocarsi al centro dell'analisi del tasso dell'interesse. Sulla base di questa idea, Marx può così affermare la natura

“empirica” delle circostanze che preludono alla determinazione del tasso di interesse:

> “Come poi le due persone che hanno diritto a questo profitto se lo ripartiscano, è una *questione in sé e per sé puramente empirica*, che appartiene al regno della casualità, *precisamente come la ripartizione delle percentuali del profitto comune di una società fra i diversi soci*. Nella ripartizione fra plusvalore e salario, su cui si fonda essenzialmente la determinazione del saggio del profitto, esercitano un’azione decisiva due elementi completamente diversi, forza-lavoro e capitale; essi sono funzioni di due variabili indipendenti che si limitano reciprocamente, e dalla loro *differenza qualitativa* proviene la *ripartizione quantitativa* del valore del prodotto. […] Per l’interesse non si verifica nulla di simile. Qui la *differenza qualitativa* […] *proviene* al contrario dalla *ripartizione puramente quantitativa* della stessa parte di plusvalore.” (Marx, 1894, p. 503, corsivo nostro.)

In pratica Marx sta cercando di distinguere le leggi meccaniche che regolano l’entità del saggio generale del profitto e la determinazione del sistema dei prezzi normali, che traggono quel particolare carattere dalla natura del modo di produzione capitalistico (ecco perché, nelle parole dell’autore, la ripartizione quantitativa “proviene” dalla differenza qualitativa tra lavoro e capitale), dalle circostanze storico-istituzionali che influenzano la ripartizione del profitto in interesse e profitto d’impresa, circostanze che vengono per l’appunto accostate dall’autore alle questioni puramente empiriche. Marx ci dice che la distribuzione del reddito tra lavoratori e capitalisti, ossia quel movimento di risorse che, al termine del processo di produzione e scambio, garantisce una remunerazioni ai lavoratori che hanno prodotto ed ai capitalisti che hanno impiegato i loro capitali nella produzione, è una ripartizione quantitativa necessaria in quanto proveniente dalla particolare configurazione del modo di produzione capitalistico, ossia dall’esistenza di lavoratori salariati privi di capitali da un lato e dei proprietari dei capitali necessari ad intraprendere la produzione dall’altro; il carattere meccanico di tale ripartizione ha consentito alla scienza economica di

elaborare una relazione funzionale definita tra salari e profitti ed un'analisi dei prezzi normali sufficientemente generale. Al contrario, la ripartizione del profitto tra interesse e guadagno d'impresa viene qualificato come una questione "puramente empirica", paragonabile alla spartizione dei dividendi all'interno di una società per azioni, laddove si tratta di contendersi, in base alle rispettive forze contrattuali, quote di un profitto che è già emerso dal processo produttivo, e sulla cui suddivisione nulla può essere detto *a priori*.

3.2.3 L'approccio classico alla crisi greca

L'analisi marxiana del tasso di interesse, incastonata nella maniera che abbiamo illustrato entro la teoria classica della distribuzione, rappresenta il solco lungo cui svilupperemo una interpretazione dell'*incipit* della crisi greca alternativa a quella elaborata in ambito neoclassico.

Nel contesto teorico dell'economia politica classica, l'analisi del tasso dell'interesse si configura come un'indagine sulle dinamiche storiche ed istituzionali della distribuzione del reddito. In tal senso, abbiamo individuato nella posizione marxiana la formulazione della teoria classica più idonea a studiare la crisi greca all'interno di un quadro distributivo caratterizzato da movimenti opposti del saggio del profitto e del tasso di interesse fissato dall'autorità monetaria. Abbiamo visto, con Marx, che le circostanze che concorrono a determinare il livello del tasso dell'interesse coincidono con le dinamiche del conflitto per la distribuzione di un saggio del profitto dato tra le due classi di capitalisti, i capitalisti operanti ed i capitalisti finanziari. Da questo punto di vista, la nostra analisi della spirale nei tassi di interesse pagati sul debito pubblico greco deve essere proiettata lungo linee radicalmente diverse da quelle dell'indagine neoclassica, tutta concentrata sul concetto di sostenibilità del *livello* del debito pubblico accumulato. In particolare, si tratta ora di contestualizzare la dinamica dei tassi di interesse sui titoli pubblici greci nel più ampio quadro storico ed istituzionale del mercato monetario europeo, laddove, seguendo

Marx, ha luogo il conflitto distributivo che prelude alla spartizione del sovrappiù tra le categorie del profitto.

Passando per una analisi della morfologia di quel mercato, i cui mutamenti indotti dal processo di integrazione monetaria europea saranno studiati nel prossimo capitolo, tenteremo di far emergere i punti di contatto tra l'operato dell'autorità monetaria e la determinazione dei tassi di interesse pagati sul debito pubblico. L'analisi classica ci consente dunque di declinare lo studio delle dinamiche del tasso di interesse come lo studio di un complesso processo di contrattazione, una dialettica tra autorità monetaria e settore finanziario privato che coinvolge, necessariamente, tutte le responsabilità di politica economica dell'autorità monetaria. Il nostro studio delle dinamiche del tasso di interesse pagato sul debito pubblico ci porterà così a studiare quella che chiameremo la politica monetaria del debito pubblico, intendendo con questa terminologia l'intreccio fisiologico che sussiste tra gli aspetti monetari del processo di indebitamento pubblico ed il governo dei mercati monetari esercitato dall'autorità monetaria. In altri termini, i binari dell'economia politica classica ci impongono di ripartire, nella nostra indagine sulla crisi greca, da lontano – ovvero non immediatamente, come nel caso dell'analisi neoclassica, dal *livello* del debito pubblico accumulato dal paese: la spiegazione, lungo linee classiche, della dinamica dei tassi di interesse sul debito pubblico greco dovrà affondare le radici in quel complesso groviglio di istituzioni e circostanze storico-sociali che costantemente orientano e sospingono, dal lato del mercato monetario e dunque sotto l'egida dell'autorità monetaria, il conflitto per la distribuzione del sovrappiù.

Capitolo IV La politica monetaria del debito pubblico

4.1 Un approccio alternativo alla crisi del debito pubblico

4.1.1 La centralità della politica monetaria

La presente ricerca non ha mai messo in discussione la natura della crisi greca indicata dalla letteratura tradizionale: fin dalla sua origine, la crisi greca assume la forma di una crisi del debito pubblico, dal momento che coincide con le difficoltà incontrate dal governo greco in sede di rifinanziamento di quel debito. Tali difficoltà si manifestano – negli ultimi mesi del 2009 – come un repentino incremento nei costi dell'indebitamento pubblico che rappresenta l'*incipit* della crisi, e poi culminano nel maggio 2010, quando la Grecia sottoscrive un prestito istituzionale che si sostituisce progressivamente, per una parte consistente, all'ordinaria attività di indebitamento sui mercati finanziari. Per questa ragione, dopo aver rilevato l'inconsistenza delle fondamenta teoriche che sorreggono l'interpretazione tradizionale della crisi greca, procederemo ad elaborare una interpretazione del medesimo fenomeno, qualificato dall'evidenza empirica come una crisi del debito pubblico, lungo linee di pensiero alternative a quelle dell'analisi ortodossa.

Lo stesso incremento nei tassi di interesse sul debito pubblico greco può essere studiato dal punto di vista dell'economia classica e di Marx, dunque all'interno di uno schema teorico secondo cui non esiste un tasso dell'interesse "normale", o "naturale", verso cui l'economia spontaneamente tende: nella prospettiva teorica adottata in questa indagine, il tasso di interesse rilevante per l'analisi economica è il tasso di interesse medio, ossia il risultato dei tassi di mercato che, giorno dopo giorno, vengono determinati sui mercati finanziari dal confronto tra flussi di domanda ed offerta, all'interno di una precisa cornice istituzionale. La nostra analisi della crisi greca richiede ora che si sviluppi l'indagine classica sul tasso di interesse, definendo la struttura di relazioni che

conduce dal tasso di interesse fissato dalle autorità monetarie al tasso di interesse pagato dal governo sul debito pubblico, oggetto specifico della presente ricerca. Tenteremo, in quanto segue, di far emergere i nessi che legano l'operato dell'autorità monetaria alla determinazione del costo dell'indebitamento pubblico, al fine di porre le basi per una interpretazione dell'*incipit* della crisi greca fondata sulla natura eminentemente distributiva delle scelte essenziali di politica monetaria.

Un primo aspetto deve essere subito chiarito: parleremo qui di politica monetaria nel senso più ampio del termine[100], e non dunque con riferimento semplicemente alla *direzione*, espansiva o restrittiva, che la politica monetaria può intraprendere all'interno di un preciso quadro istituzionale, e sulla base di strumenti dati. Al contrario, ci riferiamo qui con il termine 'politica monetaria' al rapporto stesso che l'autorità monetaria instaura con i mercati finanziari entro cui opera, e parleremo di politica monetaria del debito pubblico per riferirci ai nessi che legano l'operato della banca centrale agli aspetti monetari del processo di indebitamento pubblico. I mutamenti nella politica monetaria europea, di cui qui si intende discutere, hanno dunque a che fare con il cambiamento degli stessi strumenti della politica monetaria e, in ultima analisi, del campo di azione dell'autorità monetaria, come sarà evidenziato nel capitolo conclusivo di questo lavoro, laddove mostreremo che l'autorità monetaria, resa indipendente dall'autorità politica agli albori dell'integrazione comunitaria, finisce – nel contesto istituzionale dell'eurozona che si va sempre più chiaramente delineando – per contendere all'autorità politica la sovranità su tutte le scelte fondamentali di politica economica, dalla politica fiscale alla regolazione dei rapporti tra lavoratori e imprese.

Analizzeremo le scelte fondamentali della politica monetaria europea da un angolo visuale particolare, quello dell'assetto dei rapporti tra banca centrale, settore finanziario privato e governi. Sotto questo profilo, riteniamo interessante osservare che le relazioni tra autorità monetaria e debito pubblico entro cui si è

[100] Ciampi (1992) offre una sintesi efficace di questa più ampia accezione di politica monetaria, che può essere colta in tutta la sua complessità nell'articolazione del Rapporto Radcliffe (1959).

sviluppata la crisi greca, e di cui tratteremo estesamente in questo capitolo, accomunano la Grecia a tutti gli altri paesi dell'area monetaria dell'euro. Dal momento che alcuni di questi hanno incontrato, negli anni recenti, difficoltà di rifinanziamento del debito pubblico simili a quelle che hanno caratterizzato la crisi greca, appare possibile sviluppare la nostra indagine oltre i confini della Grecia, e tentare di estenderne le conclusioni alla spiegazione di quanto avvenuto in Portogallo, Irlanda, Spagna ed Italia tra il 2010 ed il 2011, quando si è progressivamente smesso di parlare di crisi greca e si è iniziato a discutere, più in generale, di una crisi dell'intera area euro. I cosiddetti paesi della periferia d'Europa avevano, al sorgere della crisi dell'area euro, livelli del debito pubblico molto differenti (in livello assoluto ed in rapporto al Pil) e una diversa posizione nei confronti dell'estero, ma condividevano la stessa autorità monetaria, quell'Eurosistema che, con al vertice la Banca Centrale Europea, ha governato il mercato monetario dell'area euro nei dieci anni culminati nell'attuale crisi.

La direzione che si intende intraprendere nei capitoli quarto e quinto di questa ricerca poggia sull'interpretazione del nuovo assetto istituzionale europeo come il preludio all'attuale situazione di crisi dell'area euro. Parliamo di preludio, e non immediatamente di causa, perché riteniamo che il contesto istituzionale, in sé, non produca alcun risultato, ma possa rendere più o meno agevole l'attuazione di determinate politiche di redistribuzione del reddito quali quelle realizzate in Grecia proprio negli anni della crisi. Entro questo quadro interpretativo, la crisi greca non costituisce altro che la più limpida manifestazione di una connessione che va dalle scelte dell'autorità monetaria all'attuale crisi, passando per l'influenza che l'autorità monetaria esercita sull'intero spettro della politica economica entro il nuovo assetto istituzionale europeo: i vincoli monetari posti dalla banca centrale al processo di indebitamento pubblico hanno costretto i governi della periferia d'Europa ad intraprendere la via dell'austerità fiscale e salariale, e dunque si collocano all'origine di quella caduta dei livelli di produzione che molti economisti associano a alle politiche di austerità.

4.1.2 La struttura del modello *standard*

Come tenteremo di mostrare, l'autorità monetaria europea ha preso, negli anni, una serie di decisioni che hanno mutato profondamente il contesto istituzionale dell'area euro, modificando quello stesso assetto di rapporti tra banca centrale, settore creditizio e governi nazionali che costituisce la morfologia dei mercati finanziari, orientandone costantemente i movimenti di fondo. Prima di procedere, cerchiamo di precisare cosa intendiamo per rapporti tra banca centrale, settore finanziario privato e governi nazionali. Questo tipo di analisi richiede che si distingua chiaramente il perimetro dell'autorità monetaria da quello del governo; pertanto, il termine 'settore pubblico' sarà adottato con riferimento al solo governo.

Iniziamo con l'astrarre dall'esistenza di un settore finanziario privato strutturato, considerando, per mero esercizio, un caso in cui esistano solamente governo e banca centrale. In questo caso il governo sarebbe in grado di spendere più di quello che ricava dall'imposizione fiscale nella misura in cui la banca centrale fosse disposta a creare la corrispondente liquidità, ovvero nuova base monetaria che la spesa in disavanzo necessariamente immetterebbe nel sistema economico. Questo caso, pur banale, ci aiuta a definire con chiarezza gli aspetti monetari del processo di indebitamento pubblico: la necessità del governo di spendere più risorse di quelle a sua immediata disposizione genera un problema di carattere monetario, e proprio per questa ragione dà luogo ad una intersezione tra la sfera della politica fiscale e quella della politica monetaria, creando uno spazio che ci consente di parlare di politica monetaria del debito pubblico.

Tuttavia, storicamente il rapporto tra banca centrale e governo è sempre stato mediato, in qualche misura, dall'attività del settore finanziario privato, il quale può sostituirsi all'autorità monetaria nel ruolo di creditore del settore pubblico, in virtù delle sue disponibilità liquide ed entro i termini economici

richiesti dal mercato dei prestiti. Lo stesso settore finanziario privato, quando i commerci e gli affari si espandono, manifesta a sua volta un continuo fabbisogno di risorse liquide, necessarie ad assecondare l'espansione dell'economia, ed è per questo motivo costretto a rivolgersi sistematicamente all'autorità monetaria per ottenere nuova moneta.

Se astraiamo dall'esistenza di un 'canale estero' per la creazione e distruzione di base monetaria, possiamo dunque osservare che l'autorità monetaria è in grado di immettere liquidità nel sistema economico attraverso due canali principali, quello della spesa pubblica e quello del finanziamento del settore bancario. Nell'articolazione dell'operato dell'autorità monetaria entro questi due canali, e dunque nel diverso peso attribuito a ciascuno di essi nel disegno della politica monetaria, prende corpo un preciso assetto di equilibri tra banca centrale, governo e settore finanziario privato, e si rende esplicita – come mostreremo – la politica monetaria del debito pubblico adottata.

I moderni sistemi economici offrono molteplici esempi delle diverse forme che può assumere questo intreccio di interessi, ossia dei diversi equilibri istituzionali che si possono stabilire tra governo, banca centrale e settore finanziario privato. Uno dei modelli più diffusi di politica monetaria del debito pubblico[101], che chiameremo per semplicità 'modello *standard*', sembra essere quello in cui l'ordinaria attività di finanziamento del disavanzo pubblico viene svolta dal settore finanziario privato, ma a condizioni determinate, in ultima istanza, dall'autorità monetaria. Il potere dell'autorità monetaria, che potrebbe garantire al settore pubblico le migliori condizioni di rifinanziamento del debito, viene impiegato unicamente per mitigare le condizioni richieste dal settore finanziario privato al settore pubblico. Un simile modello poggia su due pilastri che orientano l'operato della banca centrale: da un lato il divieto di finanziare direttamente, ossia tramite la sottoscrizione dei titoli di nuova emissione, il debito pubblico, e dall'altro l'obbligo – più spesso declinato come una consuetudine – di rifinanziare il settore privato solo in cambio di titoli del debito

[101] Pensiamo agli Stati Uniti, al Giappone e alla Gran Bretagna, ma anche a molti paesi europei prima dell'ingresso nell'UE.

pubblico. Questi due pilastri consentono al modello *standard* di garantire, contemporaneamente, al governo certezza nel finanziamento del debito pubblico e al settore finanziario privato i profitti derivanti dall'attività di intermediazione tra banca centrale e settore pubblico.

Questo assetto istituzionale si fonda dunque, in primo luogo, sul divieto della cosiddetta monetizzazione del debito pubblico: le banche centrali che adottano il modello *standard* stabiliscono, nel loro statuto, il divieto del finanziamento diretto del settore pubblico. Il significato di questo divieto risiede nella impossibilità, per la banca centrale, di sottoscrivere i titoli del debito pubblico di nuova emissione. Tale divieto è presente, ad esempio, nel Federal Reserve Act[102], nello statuto della Banca del Giappone[103] così come nel Trattato di Maastricht[104] che vincola anche la Banca d'Inghilterra. Si noti che, fino agli anni Ottanta, l'Italia non aderiva al modello qui descritto proprio in virtù del fatto che la Banca d'Italia era vincolata, dalla legge, all'acquisto diretto dei titoli del debito pubblico non sottoscritti dal settore finanziario privato alle condizioni desiderate dal governo; con il "divorzio" tra banca centrale e Ministero del Tesoro, il nostro paese muoverà nella direzione del modello *standard*[105].

Il divieto della sottoscrizione dei titoli del debito pubblico da parte della banca centrale non significa, però, che nel modello *standard* l'autorità monetaria rinunci al suo ruolo storico (poiché da quello deriva la sua autorità), ossia al finanziamento del settore pubblico. Semplicemente, il legame tra governo e banca centrale si fa, in questo modello, indiretto, in ragione del ruolo di mediazione attribuito al settore finanziario privato. E l'anello di congiunzione tra

---

[102] Il Federal Reserve Act (1913), Section 14b, recita: "*any bonds, notes, or other obligations which are direct obligations of the United States or which are fully guaranteed by the United States as to the principal and interest may be bought and sold without regard to maturities but only in the open market*."

[103] "Article 5 of the Public Finance Act prohibits the Bank from directly underwriting Japanese government securities in principle." Cfr. Bank of Japan (2012), p.17.

[104] "È vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della BCE o da parte delle Banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate "Banche centrali nazionali"), a istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali." Cfr. Trattato di Maastricht (1992).

[105] Cfr. Ciampi (1992), p. 8. Si veda anche Marinelli (2011).

politica monetaria e debito pubblico deve essere rintracciato nel legame, prima menzionato, che il settore finanziario privato è costretto ad intrattenere con l'autorità monetaria a causa del suo strutturale fabbisogno netto di base monetaria: le istituzioni finanziarie private sono periodicamente costrette a richiedere liquidità alla banca centrale, la quale concede nuova moneta attraverso le cosiddette operazioni di mercato aperto. Nel disegno di queste operazioni, come mostreremo, l'autorità monetaria può orientare l'azione del settore finanziario privato al sostegno del debito pubblico.

4.1.3 La centralità delle operazioni di mercato aperto

Tramite le operazioni di mercato aperto, la banca centrale è in grado di immettere liquidità nel sistema economico in qualsiasi momento, a qualsiasi condizione venga accettata dal settore finanziario privato – controparte di quelle operazioni. In quello che abbiamo chiamato modello *standard* le operazioni di mercato aperto assumono una configurazione specifica: la banca centrale accetta di conferire liquidità al settore finanziario privato, piuttosto che al governo, solamente tramite l'acquisto di titoli del debito pubblico posseduti dal settore finanziario privato.

Dal momento che spieghiamo i tassi di interesse, con Marx, sulla base del confronto tra i flussi di domanda e quelli di offerta delle corrispondenti attività finanziarie, possiamo affermare che il modello *standard* consente all'autorità monetaria di esercitare, tramite quel sostegno alla domanda che è implicito nel sistematico rifinanziamento del settore creditizio privato, un preciso controllo del tasso di interesse pagato sui titoli pubblici[106]. In particolare, osserviamo che l'ordinario rifinanziamento del settore privato, che si realizza regolarmente tramite le operazioni di mercato aperto, alimenta ogni volta la domanda di titoli pubblici – le principali attività finanziarie ammesse in quelle operazioni.

[106] Secondo Tcherneva, "open market operations are more appropriately viewed, not as borrowing or lending procedures of the government, but as interest rate maintenance operations", e dunque "central bank operations are largely defensive in nature." (Tcherneva, 2007, pp. 79-80). Si veda anche Lavoie (2013).

Il sostegno dell'autorità monetaria alla domanda di titoli pubblici passa prevalentemente per l'influenza della banca centrale sul comportamento del settore creditizio. Come abbiamo accennato, nel modello *standard* la banca centrale acquista esclusivamente (o prevalentemente) titoli pubblici nell'ambito delle operazioni di mercato aperto: tale pratica operativa istituzionalizza, rendendolo sistematico, il ruolo di mediazione del settore finanziario privato all'interno del processo tramite cui la banca centrale finanzia il settore pubblico. In questa maniera, infatti, la banca centrale ammette il finanziamento del settore privato solo nella misura in cui quest'ultimo ha contribuito, in passato, a finanziare il settore pubblico, e sta dunque indirettamente finanziando il settore pubblico. In sintesi, nel modello *standard* la banca centrale rinuncia al finanziamento diretto del governo ma costringe, per così dire, il settore finanziario privato a presidiare il mercato dei titoli del debito pubblico, poiché pretende titoli del debito pubblico come contropartita delle sue operazioni di mercato aperto e dunque alimenta in via indiretta la domanda di titoli pubblici.

In virtù della loro influenza sulla domanda di titoli del debito pubblico, le operazioni di mercato aperto disegnate entro il modello *standard* rappresentano il più efficace strumento di difesa del corso dei titoli del debito pubblico di cui dispone l'autorità monetaria. Ed è esattamente su questo strumento che si concentreranno le novità introdotte nel processo di integrazione monetaria europea, in modo tale da permetterci di associare a quella particolare architettura istituzionale un nuovo assetto di relazioni tra banca centrale, governi e settore finanziario che chiameremo 'modello europeo'.

4.2 Verso un modello europeo

4.2.1 I primi tratti del modello europeo

Dal punto di vista dei rapporti tra banca centrale, governo e settore finanziario privato, il progetto europeo di integrazione monetaria ha introdotto rilevanti novità rispetto al modello *standard*. Come mostreremo, l'autorità

monetaria europea marginalizza il ruolo dei titoli del debito pubblico nell'ambito delle operazioni di mercato aperto: i titoli pubblici, che nel modello *standard* rappresentavano la chiave di accesso al finanziamento della banca centrale, perdono nel modello europeo quella posizione particolare.

Alla sua nascita, l'Eurosistema stabilisce un modello di rapporti con il settore finanziario privato ed i governi nazionali che presenta analogie e differenze rispetto al modello *standard*, e che funzionerà a pieno regime fino al 2008, anno in cui – come mostreremo nel prossimo capitolo – la politica monetaria europea si modifica profondamente, e con essa il suo rapporto col debito pubblico. Così come il modello *standard*, il modello europeo prevede il divieto – per la banca centrale – del finanziamento diretto del governo: nessuna banca centrale appartenente all'Eurosistema può sottoscrivere titoli del debito pubblico all'emissione, ossia sul mercato primario. La differenza fondamentale tra i due modelli sta sull'altro versante, quello dei rapporti tra banca centrale e settore finanziario privato e quindi, con riferimento all'assetto complessivo, sul fronte dei rapporti indiretti tra banca centrale e governo. Mentre nel modello *standard* la banca centrale non rinunciava a finanziare i governi, ma si impegnava semplicemente a farlo in maniera indiretta, ossia passando per l'intermediazione del settore finanziario privato, nel modello europeo questo legame indiretto tra banca centrale e governi viene reso molto più debole perché, come vedremo, posto al di fuori della struttura istituzionale ed affidato a particolari circostanze.

I rapporti tra banca centrale e settore finanziario privato trovano espressione istituzionale nel disegno delle forme e delle modalità con cui vengono realizzate le operazioni di mercato aperto dell'autorità monetaria. Dal punto di vista di queste operazioni, che definiscono l'architettura dei rapporti tra autorità monetaria e mercati finanziari, il modello europeo produrrà un progressivo allentamento del legame, pure indiretto, tra l'autorità monetaria ed il processo di indebitamento pubblico che caratterizzava il modello *standard*.

4.2.2 La marginalizzazione dei titoli pubblici

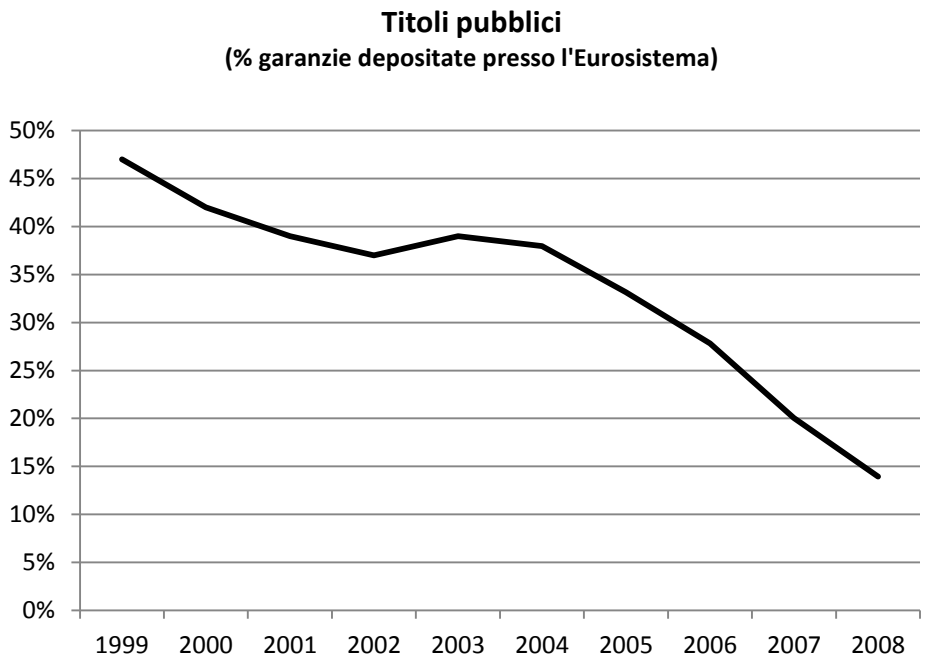
L'aspetto fondamentale, per la nostra analisi, delle operazioni di mercato aperto realizzate nel modello europeo attiene alla platea di titoli accettati come contropartite di quelle operazioni. Mentre, ad esempio, il Fed immette liquidità prevalentemente in cambio di titoli del debito pubblico, la platea delle attività finanziarie accettate dall'Eurosistema come garanzia delle operazioni di mercato aperto va molto al di là del perimetro dei titoli pubblici: sono accettate in qualità di garanzie, oltre a quelle pubbliche, obbligazioni private (bancarie e non, garantite e non), titoli derivati (*asset-backed securities*) e, addirittura, mutui e prestiti bancari, dunque anche attività finanziarie che non hanno alcun mercato, e che devono tutta la loro liquidità al fatto che la banca centrale le accetta come garanzia dei prestiti che eroga[107]. È interessante notare come questa caratteristica della politica monetaria del debito pubblico dell'Eurosistema sia concepita, dalla stessa autorità monetaria, come una conseguenza del divieto del finanziamento diretto del debito pubblico:

> "In the case of the Eurosystem, there is a legal requirement that the central bank cannot purchase public sector securities on the primary market, although it can do so on the secondary market. Similarly, the Eurosystem is forbidden from lending directly to public sector institutions. Furthermore, in its collateral framework, the Eurosystem is also obliged not to treat public sector issuers more favourably than private sector issuers, except where this is justified by objective considerations, such as levels of credit or liquidity risk. These statutory requirements make it possible for the Eurosystem to accept a wide range of assets, not only in its capacity as lender of last resort, but also in the implementation of monetary policy." (Cheun *et al.,* 2009, p. 10.)

[107] "*The Eurosystem has always accepted a broad range of assets as collateral for its credit operations, including private sector bonds and non-marketable assets. This has given banks the option of using less liquid assets as collateral in Eurosystem operations and keeping highly liquid assets – particularly euro area central government bonds – for use in repo market transactions.*" (European Central Bank, 2010a, p. 67.)

In questo passaggio la BCE parla esplicitamente della posizione "favorevole" che era assicurata ai titoli pubblici all'interno del modello *standard*, da noi evidenziata. Altrettanto palese appare, però, la volontà della stessa autorità monetaria europea di negare ai titoli pubblici un simile privilegio, eliminando così quel vincolo che legava la banca centrale al governo attraverso le operazioni di mercato aperto.

Poiché la maggior parte dei paesi aderenti all'eurozona adottava, nella sostanza, il modello *standard* prima che si realizzasse pienamente il processo di integrazione monetaria, abbiamo assistito, nei primi dieci anni di ordinario funzionamento della moneta unica, ad un significativo mutamento nell'intreccio tra banca centrale, finanza privata e governi europei, mutamento che si è manifestato in una riduzione della percentuale di titoli pubblici sul totale delle garanzie impiegate dal settore finanziario privato nelle operazioni di mercato aperto della banca centrale:



Fonte: European Central Bank

Come si evince da questo grafico, la percentuale di titoli pubblici tra le attività impiegate come garanzia delle operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale diminuisce sensibilmente tra il 1999, quando circa un titolo su due in garanzia presso la banca centrale era un titolo pubblico, ed il 2008, quando il progetto comunitario funziona a pieno regime ed i titoli pubblici finiscono per rappresentare meno del 15% delle attività depositate presso la banca centrale in cambio di liquidità. Per comprendere la dimensione del fenomeno, può essere utile guardare alla percentuale di titoli del debito pubblico dell'area euro in circolazione impiegati in qualità di collaterali presso l'Eurosistema, che passa dal 10% del 1999 al 3% del 2008[108].

Questo processo rappresenta una vera e propria marginalizzazione dei titoli pubblici nell'ambito delle operazioni di mercato aperto, e dunque mette in discussione il vincolo di interessi tra governi nazionali e settore privato che caratterizzava il modello *standard*. In quel modello, infatti, la disponibilità del settore finanziario privato a sottoscrivere sistematicamente i titoli pubblici di nuova emissione traeva origine dalla posizione "favorevole" garantita a quelle attività finanziarie nel disegno delle operazioni di mercato aperto: la pratica di accettare, come garanzia di quelle operazioni, solo titoli pubblici conferiva massima liquidità ad attività comunque fruttifere, e per questa ragione rendeva i titoli pubblici particolarmente desiderabili sui mercati finanziari[109]. Ampliando la gamma di attività finanziarie accettate in cambio di liquidità ben oltre i titoli del debito pubblico, l'Eurosistema contrae progressivamente la domanda di titoli pubblici proveniente dal settore creditizio.

Come ammette la stessa BCE, esiste un'evidente connessione tra la possibilità di impiegare una attività finanziaria come garanzia delle operazioni di mercato aperto e la sua domanda sui mercati finanziari:

> "by granting collateral eligibility to an asset, a central bank may increase the liquidity of the asset, raising its value in the secondary

[108] Dati European Central Bank.
[109] Si veda Bank for International Settlements (2001), pp. 14-17.

> market relative to assets that are not eligible. This, in turn, could enhance the ability of issuers to obtain credit from the private sector for this asset relative to assets that are not eligible." (Cheun *et al.*,2009, p. 15.)

Dal momento che abbiamo in mente una spiegazione del tasso di interesse fondata sul confronto tra i flussi di domanda ed offerta delle attività finanziarie, possiamo stabilire una relazione precisa tra le scelte di politica monetaria del debito pubblico, che disegnano l'architettura delle operazioni di mercato aperto, ed il tasso di interesse pagato sui titoli pubblici. Ampliando la platea di collaterali accettati, l'Eurosistema ha fortemente indebolito la domanda di titoli pubblici che, nel modello *standard*, era indotta dalla posizione di privilegio garantita a quelle particolari attività finanziarie. In conclusione, il modello europeo pone le basi perché venga meno il legame che il modello *standard* aveva stabilito tra governi nazionali e corrispondenti autorità monetarie, un legame che trovava espressione nel particolare disegno delle operazioni di mercato aperto[110]. Entro il nuovo assetto istituzionale affermato dall'Eurosistema, l'autorità monetaria non sostiene più, in maniera sistematica, il processo di indebitamento pubblico perché accetta, oltre ai titoli pubblici, anche altre attività finanziarie, e dunque indebolisce gli incentivi del settore creditizio a domandare quelle particolari obbligazioni.

Tuttavia, come vedremo, alcuni elementi che caratterizzano il modello europeo nei suoi primi anni di funzionamento impediranno che, prima del 2008, si esplicitino tutti gli effetti di questo nuovo assetto istituzionale sul debito pubblico dei paesi europei.

[110] Senza entrare nel dettaglio della politica monetaria del debito pubblico, Kelton parla dei paesi dell'area euro come di "*governments that have broken the link between control over money and control over policy*". (Kelton, 2011, p. 64.)

4.3 La politica monetaria europea fino al 2008

4.3.1 I limiti all'affermazione del modello europeo

Questo particolare fenomeno può a nostro avviso trovare spiegazione nelle altre caratteristiche delle operazioni di mercato aperto condotte dall'autorità monetaria europea fino al 2008. Quelle operazioni sono infatti caratterizzate da precisi limiti temporali e quantitativi. Come mostreremo, l'insieme di queste limitazioni alla portata delle operazioni di mercato aperto contribuisce, assieme ad altri aspetti della politica monetaria europea del debito pubblico che studieremo, a mitigare sensibilmente l'impatto del modello europeo sui mercati finanziari, contenendone così l'affermazione nei primi anni di funzionamento.

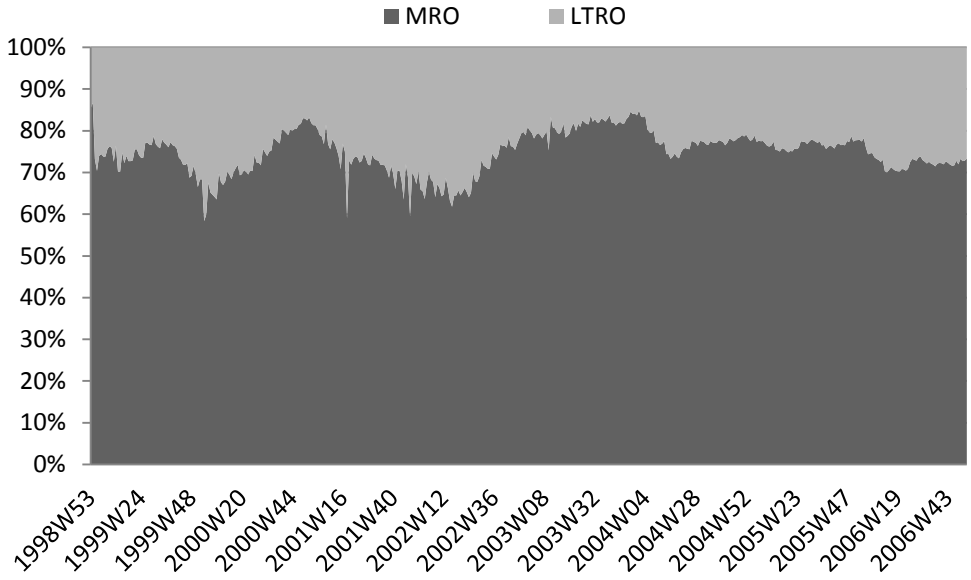
Come il modello *standard*, dunque, anche quello europeo sembra avere previsto, nel suo disegno delle operazioni di mercato aperto, elementi capaci di indurre il settore finanziario privato a sostenere il processo di indebitamento pubblico: non più attraverso l'estrema liquidità garantita ai soli titoli pubblici, ma tramite la temporaneità e la limitatezza delle regolari immissioni di moneta, due caratteristiche che ci apprestiamo ad analizzare distintamente in quanto segue.

Con il modello europeo, la pratica consistente nell'immettere liquidità nei mercati acquistando, a titolo definitivo, attività finanziarie – tipica del modello *standard* – viene relegata ad un ruolo marginale, e non verrà impiegata affatto dall'Eurosistema fino al 2010. In alternativa, l'Eurosistema adotta come modalità prevalente di realizzazione delle operazioni di mercato aperto le transazioni temporanee[111]: la banca centrale conferisce alle banche private un certo ammontare di liquidità solo per un determinato lasso di tempo, dunque in

[111] "*As for the instruments used, reverse transactions are the main open market instrument of the Eurosystem […]. Reverse transactions refer to operations where the Eurosystem buys or sells eligible assets under repurchase agreements or conducts credit operations against eligible assets as collateral. […] The national central banks may execute reverse transactions either in the form of repurchase agreements (i.e. the ownership of the asset is transferred to the creditor, while the parties agree to reverse the transaction through a re-transfer of the asset to the debtor at a future point in time) or as collateralised loans (i.e. an enforceable security interest is provided over the assets but, assuming fulfilment of the debt obligation, the ownership of the asset is retained by the debtor).*" (European Central Bank, 2000, p. 14).

prestito, e chiedendo in garanzia di questo prestito attività finanziarie di valore pari o superiore a quello del prestito. L'Eurosistema realizza fondamentalmente due tipi di operazioni di mercato aperto: le Operazioni di rifinanziamento principale (MRO, dall'acronimo inglese), e le Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO, dall'acronimo inglese). Le MRO vengono realizzate settimanalmente, e consistono di prestiti verso banche private di durata settimanale, mentre le LTRO vengono realizzate, fino al 2008, ogni mese tramite prestiti di durata trimestrale. Come mostrato dal seguente grafico, nei primi anni di funzionamento dell'area euro, e dunque fino all'esplosione della crisi finanziaria statunitense del 2007, l'Eurosistema ha impiegato prevalentemente le MRO come modalità di immissione della liquidità nel sistema economico:

Composizione Operazioni Mercato Aperto, Eurosistema 1998-2006

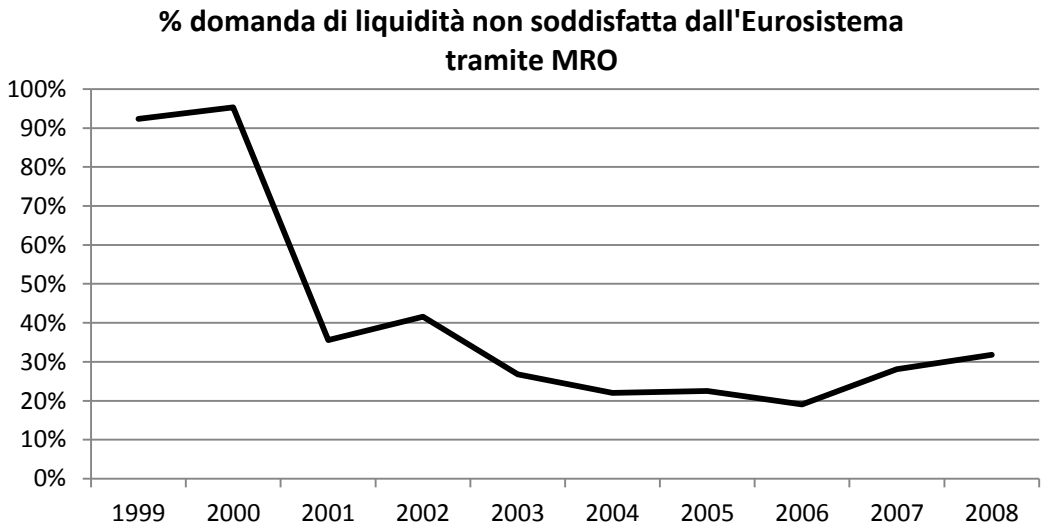


Fonte: European Central Bank

Ciò significa che le banche private dell'area euro potevano contare solo ed unicamente su liquidità a brevissimo termine, e dunque erano costrette a riacquistare settimanalmente i titoli ceduti alla banca centrale per poi ripetere l'operazione. Mettendo continuamente in discussione la capacità delle banche di fronteggiare il fabbisogno di risorse liquide, il modello europeo le spinge a dotarsi di una riserva di titoli facilmente liquidabili sui mercati finanziari privati,

proprietà tipica dei titoli pubblici. Nel modello *standard*, una banca privata in possesso di titoli pubblici poteva venderli alla banca centrale ed ottenere, in questa maniera, risorse liquide a titolo definitivo; nel modello europeo, invece, la liquidità ottenuta deve essere restituita dopo breve tempo, e dunque le banche private sono spinte a conservare nei loro portafogli titoli dotati di un ampia domanda, quali i titoli pubblici, in modo tale da poter affrontare inattese carenze di liquidità indipendentemente dal rifinanziamento concesso della banca centrale. La rinuncia da parte dell'autorità monetaria europea agli acquisti a titolo definitivo nega la proprietà della certezza alla principale fonte di finanziamento del settore privato, e dunque lo spinge, *per questa via*, a sottoscrivere e a trattenere presso di sé i titoli maggiormente liquidi, i titoli del debito pubblico.

Questo primo stimolo alla domanda di titoli pubblici previsto dal modello europeo risulta rafforzato da un secondo elemento. L'Eurosistema ha infatti imposto fino al 2008 anche precisi limiti quantitativi, oltre a quelli temporali, alle sue operazioni di mercato aperto. Ogni settimana la banca centrale si diceva disposta a soddisfare le richieste di liquidità del settore bancario entro un determinato ammontare. Questo grafico ci permette di cogliere l'entità della domanda di liquidità che, ogni anno, veniva rivolta dal settore finanziario privato alla banca centrale e non veniva soddisfatta:



Fonte: European Central Bank

Una simile dinamica mostra che un numero elevato di banche private è stato costretto, in quegli anni, a reperire la liquidità di cui aveva bisogno presso altri istituti di credito: le unità in disavanzo che non riuscivano ad ottenere dalla banca centrale tutta la liquidità richiesta dovevano rivolgersi alle unità in avanzo. Ciò significa che le banche private dovevano dotarsi di titoli idonei ad essere rapidamente ceduti sui mercati finanziari. Questi limiti quantitativi alle operazioni di mercato aperto costringevano, in altre parole, il settore finanziario privato a dotarsi di titoli liquidabili per vie diverse da quella offerta dall'autorità monetaria, ed i titoli pubblici hanno sempre rappresentato le attività finanziarie caratterizzate dal più ampio mercato.

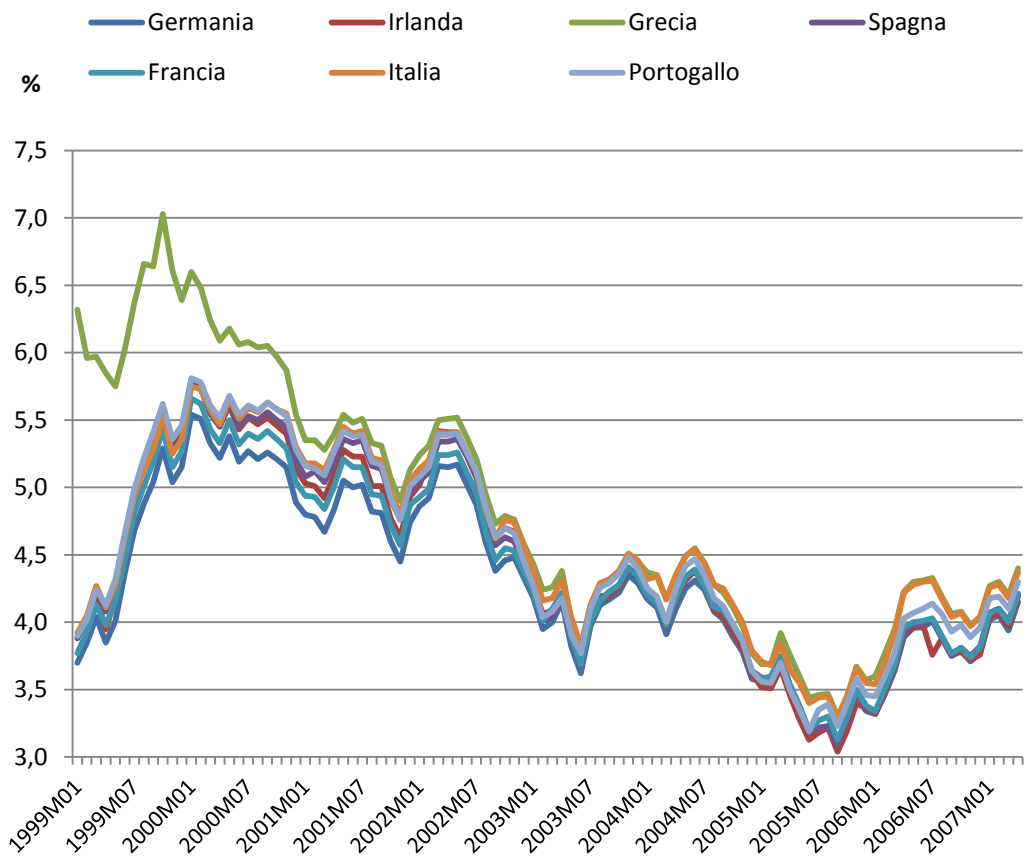
Pertanto, limiti quantitativi e temporali alle operazioni di mercato aperto hanno senz'altro teso a rafforzare la domanda dei titoli pubblici, pur in presenza del ridimensionamento del loro ruolo come garanzia del rapporto diretto tra settore finanziario privato e banca centrale che abbiamo illustrato. Tuttavia, dal punto di vista del disegno della politica monetaria del debito pubblico, l'interesse del settore finanziario privato per i titoli pubblici finisce per essere posto al di fuori dal quadro istituzionale, a differenza di quello che avveniva nel modello *standard*, dove le operazioni di mercato aperto richiedevano, necessariamente, titoli pubblici. Nel modello europeo, le banche private domandano titoli pubblici perché hanno bisogno di un cuscinetto di liquidità che integri l'attività del prestatore di ultima istanza, resa sistematicamente insufficiente dai limiti posti alle operazioni di mercato aperto.

4.3.2 La convergenza al ribasso nei tassi di interesse

I limiti all'affermazione del modello europeo, appena esposti, possono aiutarci a spiegare un fenomeno che caratterizza i primi anni di funzionamento dell'area euro, la convergenza al ribasso nei tassi di interesse pagati sui titoli del debito pubblico dei paesi membri dell'unione monetaria. Tale convergenza al ribasso può essere scomposta in due dinamiche: da un lato, la contrazione generalizzata del tasso di interesse sui titoli del debito pubblico, e dall'altro la

particolare circostanza che vede tale contrazione agire più intensamente sui titoli della periferia d'Europa, provocando così la convergenza citata.

Tasso di interesse sui titoli pubblici decennali



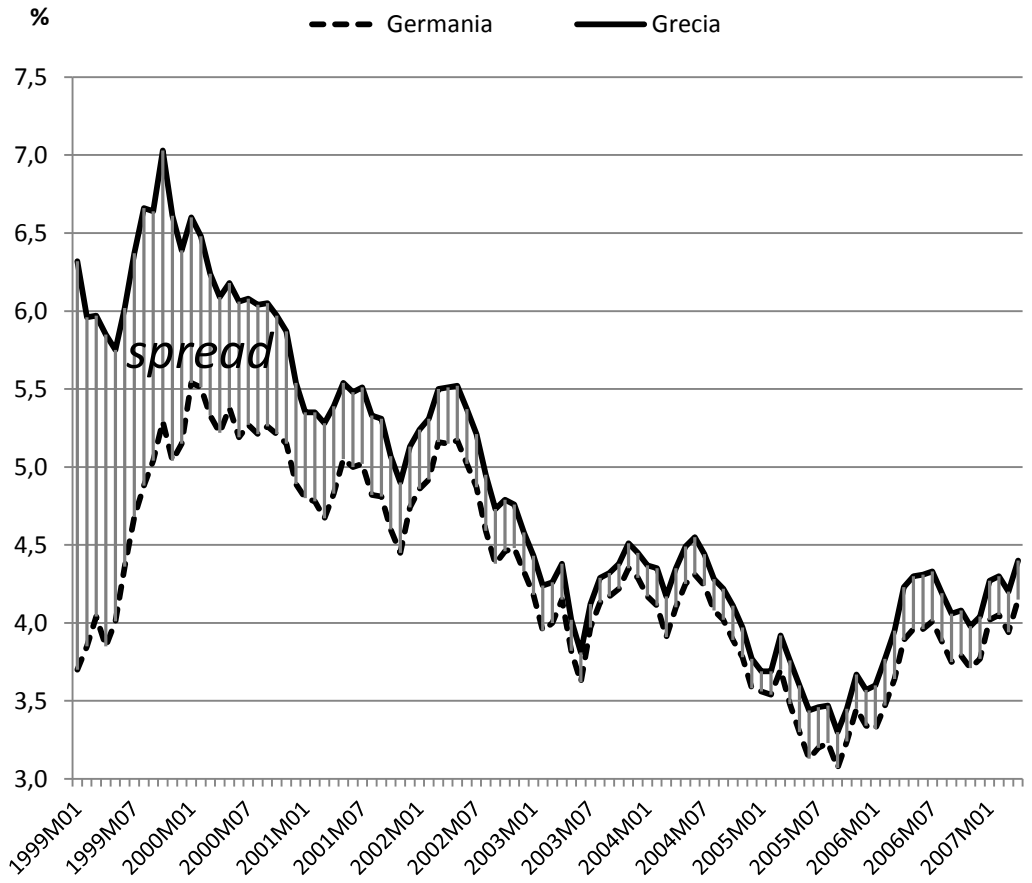
Fonte: Eurostat

Il ribasso nei tassi di interesse sul debito pubblico europeo, il primo dei due elementi che compongono questa dinamica, è in contraddizione con la marginalizzazione dei titoli pubblici che abbiamo attribuito al concreto operare della politica monetaria europea, e può essere spiegata solamente grazie all'esistenza di quei limiti temporali e quantitativi alle operazioni di mercato aperto precedentemente illustrati. Ciò significa che la progressiva riduzione della domanda di titoli pubblici da parte del settore creditizio, indotta dalla scelta della banca centrale di accettare anche titoli diversi nelle sue operazioni di mercato aperto, viene più che compensata dai maggiori flussi di domanda generati dall'incertezza implicita nella particolare forma conferita dall'Eurosistema a quelle operazioni, caratterizzate da prestiti di brevissima durata e di limitato

volume. Possiamo dunque affermare che, nei primi anni di funzionamento dell'Eurosistema, la politica monetaria del debito pubblico europea finisce per produrre – tramite la sua influenza sul comportamento del settore creditizio – un effetto netto positivo sui flussi di domanda di titoli pubblici, e per questa ragione induce una contrazione nei costi dell'indebitamento pubblico in Europa.

Dobbiamo ora spiegare perché tale contrazione, pur generalizzata, non sia stata però uniforme, ma si sia piuttosto concentrata sui titoli pubblici della periferia, producendo così una convergenza tra i costi del debito pubblico dei diversi paesi europei, esemplificata in questo grafico dalla riduzione dello *spread* tra i titoli pubblici europei inizialmente caratterizzati dal più ampio divario, ossia quelli greci e quelli tedeschi:

Tasso di interesse sui titoli pubblici decennali



Fonte: Eurostat

Per spiegare questa dinamica, osserviamo un ultimo aspetto delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema: l'integrazione monetaria europea consente alle banche private di ottenere liquidità dalla propria banca centrale nazionale, anello dell'Eurosistema, in cambio di qualsiasi titolo del debito pubblico europeo, dunque anche in cambio di titoli emessi da un altro paese dell'area euro, alle medesime condizioni[112]. Ciò significa che i titoli pubblici di qualsiasi paese europeo rappresentavano, fino al 2008, identica garanzia nell'ambito delle operazioni di mercato aperto. Tale politica rappresenta una assoluta novità in Europa, perché non era realizzabile quando ad ogni governo corrispondeva una diversa autorità monetaria: in quel contesto, pure se caratterizzate da più elevati rendimenti, le obbligazioni pubbliche emesse da altri paesi erano prive della liquidità che la banca centrale nazionale garantiva, naturalmente, ai soli titoli pubblici nazionali. Nell'ambito delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema risulta possibile, invece, ottenere € 100 di liquidità depositando, ad esempio, presso la banca centrale tedesca € 100 di titoli pubblici tedeschi o, alternativamente, € 100 di titoli pubblici greci.

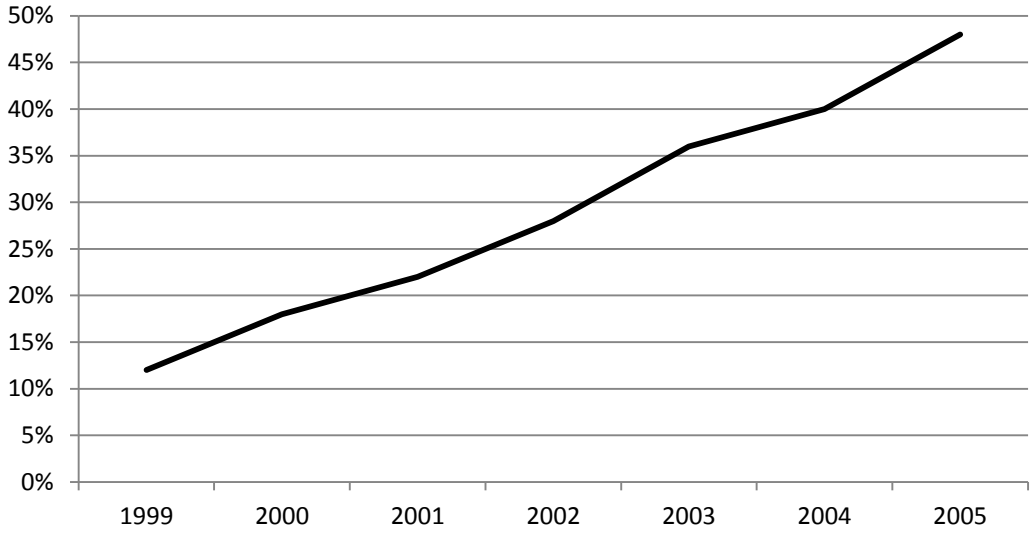
Tuttavia, mentre costituivano identica garanzia di fronte all'autorità monetaria europea, i titoli pubblici della periferia d'Europa assicuravano, alla nascita dell'area euro, rendimenti maggiori di quelli dei paesi centrali, perché incorporavano ancora l'elevato rischio di svalutazione implicito nella varietà di valute in cui erano denominati. Con l'ingresso nell'Unione Economica e Monetaria europea (UEM), i paesi partecipanti hanno visto ridursi sensibilmente il rischio di cambio associato alla propria valuta, sebbene non sia possibile affermare che quel rischio si sia mai del tutto estinto; data la particolare politica dei collaterali adottata dall'Eurosistema, che annullava qualsiasi differenza di liquidità tra i titoli pubblici europei, una intensa attività di arbitraggio ha condotto rapidamente il tasso di interesse pagato sui titoli pubblici di quei paesi a contrarsi proporzionalmente alla riduzione prodottasi nel rischio di svalutazione. Il caso greco è emblematico di tale dinamica: tra i 12 paesi che

[112] Si veda European Central Bank (2000).

introdurranno l'euro nel gennaio 2002, la Grecia è stato l'ultimo ad aderire all'UEM, stabilendo solamente nel giugno del 2000 un tasso di cambio fisso tra la propria valuta nazionale, la dracma, e la nuova moneta; conseguentemente, osserviamo che lo *spread* tra i titoli pubblici greci e quelli tedeschi passa dai circa 250 punti base del 1999 ai 50 punti base del 2001, stabilizzandosi intorno ai 25 punti base negli anni successivi, fino al 2008.

Pertanto il processo di convergenza è stato molto rapido, mentre la riduzione generalizzata dei tassi di interesse pagati sul debito pubblico dei paesi europei si realizza, progressivamente, nei primi anni di funzionamento dell'area euro. Nel nuovo contesto prodotto dall'integrazione monetaria e dalla conseguente riduzione del rischio di svalutazione, dunque, la politica dei collaterali adottata dall'Eurosistema ha indotto i mercati finanziari europei a considerare sostanzialmente equivalenti i titoli del debito pubblico dei differenti paesi dell'area euro, come ci dimostra lo straordinario incremento delle operazioni di mercato aperto transnazionali, che passano dal 10% al 50% circa del totale:

OMA transnazionali, Eurosistema
(% del totale)



Fonte: European Central Bank

In altre parole, coerentemente con le scelte di politica monetaria dell'Eurosistema, si osserva una tendenza dei settori creditizi nazionali ad impiegare, come garanzia delle operazioni di mercato aperto, sempre più titoli diversi da quelli del proprio paese. Questa circostanza, unita ai limiti quantitativi e temporali imposti alle operazioni di mercato aperto, ci spiega per quali ragioni abbiamo assistito, nei primi anni di funzionamento dell'area euro, ad una convergenza al ribasso nei costi del debito pubblico di tutti i paesi membri dell'UEM. Ed è probabile che le istituzioni finanziarie private dell'Europa centrale abbiano sfruttato la possibilità di entrare in possesso di attività finanziarie caratterizzate da rendimenti lievemente maggiori dei titoli pubblici del proprio paese ma, non per questo, dotate di minore liquidità, ossia i titoli pubblici dei paesi della periferia d'Europa, i quali incorporano comunque un minimo rischio di svalutazione: le statistiche ufficiali[113] ci dicono che la percentuale di titoli pubblici dei paesi periferici sul totale di quelli impiegati come garanzie presso la BCE risulta crescere continuamente in quei primi anni, dal 34% circa del 1999 al 40% del 2005.

Come è noto, l'attività delle istituzioni finanziarie private consiste, molto schematicamente, nel suddividere i propri impieghi in modo tale da massimizzare i profitti mantenendo, al tempo stesso, una minima solidità finanziaria. Pertanto, le banche tendono ad impiegare la gran parte delle risorse eccedenti la riserva obbligatoria, posta a salvaguardia della liquidità dell'istituto, nelle attività più redditizie, ovvero in prestiti verso soggetti privati. In questo schema, l'investimento in attività finanziarie si configura come una scelta residuale, guidata dalla necessità di mantenere alcune risorse a metà strada tra gli impieghi più redditizi e quelli totalmente liquidi: l'incertezza implicita nell'attività creditizia costringe infatti le istituzione finanziarie a tenere una parte della loro ricchezza in una qualche forma facilmente liquidabile, necessaria a fare fronte ai continui disavanzi di liquidità che l'alternarsi di uscite ed entrate produce. Poiché, come abbiamo visto, la liquidità di un titolo non è una sua

[113] Dati European Central Bank.

proprietà intrinseca, ma è determinata dalle scelte operative dell'autorità monetaria, si può affermare che la particolare politica monetaria del debito pubblico europea ha in un primo momento indotto una convergenza nei tassi di interesse pagati sul debito pubblico dei diversi paesi dell'area euro. Come spiegano Buiter e Sibert (2005), che concentrano la loro attenzione sulla politica dei collaterali, questa decisione operativa dell'autorità monetaria ha una influenza determinante sulle scelte degli operatori finanziari:

> "I am more willing to purchase and hold an asset (making it more liquid for others) if I deem the asset to be liquid. The Eurosystem is the most important player in the euromarkets. A security will be liquid when the Eurosystem, by including it in its highest liquidity category of eligible assets and awarding it the lowest possible haircut, 'certifies' it as liquid. It is doubtful whether Greek, Portuguese or even Italian sovereign debt would be highly liquid today without this 'certification' by the Eurosystem." (Buiter e Sibert, 2005, p. 11.)

Come suggerito dagli stessi Buiter e Siebert (2005)[114], "*practical, technical modalities of how the Eurosystem implements its open market operations*" hanno dunque prodotto, esse stesse, una convergenza nel costi di indebitamento dei diversi governi nazionali:

> "It is our contention that the operational practices of the Eurosystem in its operations encourage and support a distorted market equilibrium in which differences among default risk premia on sovereign debt instruments issued by the 12 Eurozone central governments are compressed and effectively suppressed. Despite significant fundamental differences among the default risks associated with the euro-denominated debt issued by the 12 national governments of the Eurozone, all these euro-denominated sovereign debt instruments can defacto be used as collateral in Eurosystem

[114] Si veda anche Ullrich (2006).

> Repos on the same terms as the default risk-free debt certificates issued by the Eurosystem itself." (Buiter e Sibert, 2005, p.7.)

Possiamo quindi spiegare la convergenza al ribasso tra i tassi di interesse pagati dai titoli pubblici europei come il risultato del particolare disegno istituzionale affermato in Europa nei primi anni del processo di integrazione monetaria.

4.3.3 I presupposti per l'affermazione del modello europeo

Possiamo concludere questa nostra disamina dei primi anni di funzionamento del modello europeo osservando che l'assetto di politica monetaria del debito pubblico che ha dominato l'area dell'euro fino al 2008 era caratterizzato da tendenze opposte: da un lato, l'indebolimento del sostegno sistematico dell'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico, e dall'altro una rinnovata centralità dei titoli pubblici, *in primis* di quelli della periferia d'Europa, nei mercati finanziari. Nei primi anni di funzionamento dell'area euro sembra prevalere nettamente, alla luce di quanto illustrato, questa seconda tendenza, come mostrato dalla convergenza al ribasso dei tassi di interesse sui debiti pubblici europei. Spiegando tale convergenza sulla base di alcuni aspetti istituzionali attinenti alla politica monetaria del debito pubblico dell'Eurosistema, abbiamo però poste le premesse per comprendere l'origine e l'evoluzione della crisi greca sulla base della svolta nella politica monetaria che, come mostreremo, si realizza in Europa nel 2008.

In quell'anno, quando la crisi finanziaria approda in Europa dagli Stati Uniti, l'area euro si trova immersa in un processo di transizione che prendeva le mosse dal modello *standard* e puntava ad un nuovo assetto istituzionale i cui tratti fondamentali erano già ben delineati: i titoli del debito pubblico smettono di rappresentare l'anello di congiunzione tra banca centrale e settore finanziario privato, mettendo così in discussione quella convergenza di interessi che, nel modello *standard*, consentiva all'autorità monetaria di sostenere

sistematicamente il processo di indebitamento pubblico in maniera indiretta, ossia passando per il rifinanziamento del settore privato. Nel nuovo contesto, il settore finanziario privato può accedere al finanziamento della banca centrale semplicemente depositando in garanzia, per la durata del prestito, attività finanziarie di diversa natura, dai titoli pubblici – pur sempre accettati – alle obbligazioni bancarie ed ai titoli cartolarizzati. Poiché i titoli pubblici possono essere agevolmente scambiati sui mercati finanziari, a differenza di molte altre attività finanziarie di natura privata che non sono dotate di un mercato, l'atteggiamento prevalente degli operatori finanziari è stato quello di immobilizzare presso la banca centrale una quantità sempre minore di obbligazioni pubbliche, e di sfruttare invece quel canale per rendere liquidi titoli altrimenti immobilizzati nei loro bilanci.

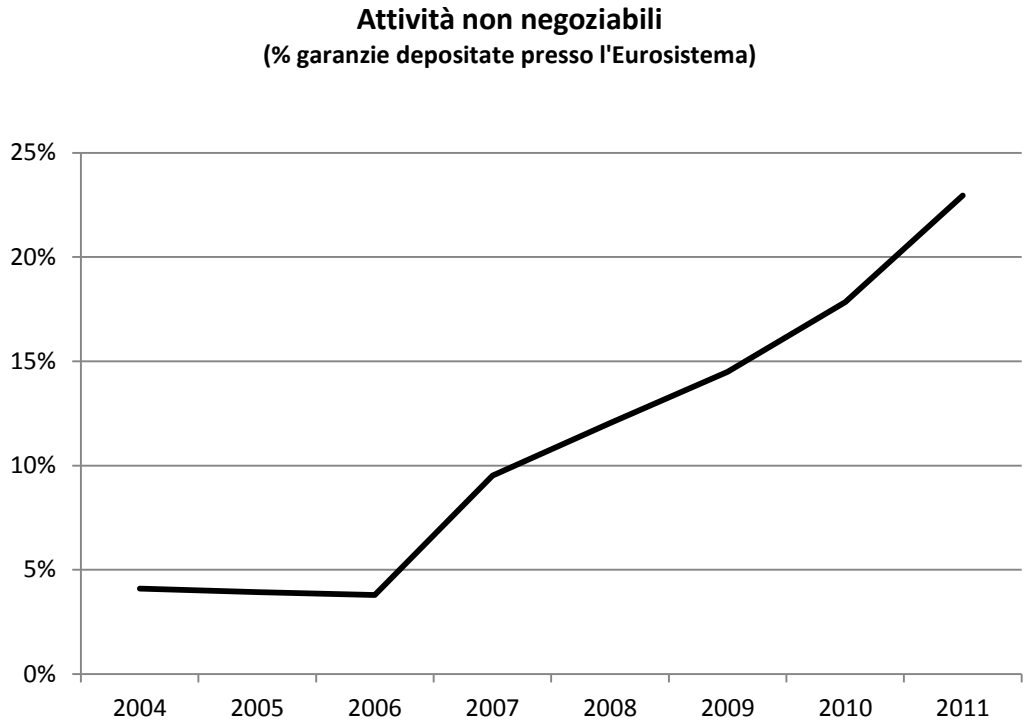
Alcuni elementi del modello europeo hanno però evitato che questo processo si traducesse, fino al 2008, in un qualsiasi incremento dei rendimenti dei titoli pubblici europei. In altre parole, nonostante un contesto istituzionale che garantiva ai titoli privati un grado di liquidità analogo a quello dei titoli pubblici, poiché permetteva di scambiare indistintamente quelle attività finanziarie contro moneta presso la banca centrale, non si assiste inizialmente una erosione della domanda di titoli pubblici. Le operazioni di mercato aperto effettuate dall'Eurosistema erano infatti limitate, nel tempo e nelle quantità, costringendo così il settore finanziario privato a trattenere presso di sé cospicue riserve di titoli facilmente liquidabili, ovvero titoli del debito pubblico. Dal punto di vista della politica monetaria del debito pubblico, osserviamo che calibrando in questa maniera, tramite limiti quantitativi e temporali, la sua attività di prestatore di ultima istanza del settore creditizio, l'Eurosistema ha potuto tenere insieme, per alcuni anni, gli interessi del settore finanziario privato con quelli dei governi nazionali; tanto che il legame tra settore creditizio e governi è apparso, per certi versi, addirittura rafforzato rispetto al passato, come ci mostra l'incremento di domanda dei titoli pubblici europei che ha prodotto una

convergenza verso il basso dei costi dell'indebitamento pubblico in tutta l'area euro.

Il processo di transizione dal modello *standard* al modello europeo subisce una forte accelerazione nel 2007. A partire dal primo gennaio di quell'anno, infatti, l'Eurosistema introduce rilevanti modifiche nella sua politica dei collaterali. In particolare, fino ad allora esistevano due diverse categorie di collaterali accettati: la prima categoria indicava collaterali idonei per tutta l'area euro, mentre la seconda era stata creata con lo scopo di assecondare le marcate differenze che ciascun paese ancora conservava nella struttura del settore finanziario nazionale[115]. In altre parole, l'esistenza di una seconda categoria di collaterali, differenziati da paese a paese, consentiva alle singole banche centrali nazionali di continuare ad accettare come garanzia dei prestiti alcuni titoli non presenti nella prima lista, dunque non ancora accettati nel resto dell'area euro. Nel 2007 si instaura finalmente un regime "a lista unica", e dunque viene meno qualsiasi differenza, all'interno dell'eurozona, nell'assetto di relazioni tra banca centrale, settore finanziario privato e governi nazionali. Questo passaggio appare rilevante soprattutto per un motivo: prima del 2007, solamente in Germania, Francia, Spagna ed Austria era possibile depositare come garanzia del prestito dell'Eurosistema un credito bancario, ossia un'attività assolutamente priva di mercato, mentre a partire da quella data questa possibilità viene estesa all'intera eurozona. Ciò significa che le istituzioni finanziarie dei paesi periferici hanno visto incrementare, in misura rilevante, la liquidità dei loro portafogli, poiché hanno potuto liquidare presso l'Eurosistema quei crediti bancari prima immobilizzati nei loro portafogli e privi, per loro natura, di un mercato. Come si evince dal seguente grafico, i titoli "non negoziabili" depositati presso l'Eurosistema in cambio di liquidità passano da meno del 5% del totale delle garanzie depositate

[115] "*The Eurosystem accepts a wide range of assets underlying its operations. A distinction is made, essentially for purposes internal to the Eurosystem, between two categories of eligible assets: "tier one" and "tier two" respectively. Tier one consists of marketable debt instruments fulfilling uniform euro area-wide eligibility criteria specified by the ECB. Tier two consists of additional assets, marketable and non-marketable, which are of particular importance for national financial markets and banking systems and for which eligibility criteria are established by the national central banks, subject to ECB approval*." (European Central Bank, 2000, p. 6.)

nel 2006 al 10% dell'anno successivo, e finiranno per rappresentare quasi il 25% del totale nel 2011:



Fonte: European Central Bank

Per comprendere l'ordine di grandezza di questo fenomeno, si guardi al fatto che nel 2006 erano depositati presso l'Eurosistema, come garanzie dei prestiti, 205,5 miliardi di euro di titoli pubblici e solamente 36,3 miliardi di euro di titoli non negoziabili, mentre nell'anno successivo vi troviamo 176,9 miliardi di euro di titoli pubblici contro 109,3 miliardi di euro di titoli non negoziabili[116].

Come conseguenza, il processo di marginalizzazione dei titoli pubblici all'interno delle operazioni di mercato aperto, avviato con l'integrazione monetaria, giunge a compimento:

> "[financial institutions] have economised, in particular, on the use of central government bonds, which has often been almost the only collateral counterparties could still use in interbank repo markets. By

[116] Dati European Central Bank.

> the end of 2008, €193 billion of central government bonds (equivalent to only 9% of total collateral which stood at €2.1 trillion) were pledged as collateral for Eurosystem credit operations. Thus, only 4% of the €4.1 trillion stock of government bonds was being tied up in Eurosystem credit operations, leaving the remainder to be used in private repo markets." (Cheun *et al.*, 2009, p.23.)

Abbiamo, fin qui, parlato di politica monetaria del debito pubblico proprio per sottolineare la natura discrezionale delle dinamiche che hanno caratterizzato i mercati finanziari europei nei primi anni di funzionamento dell'area dell'euro. A riprova di ciò, possiamo notare che quella che abbiamo chiamato, con riferimento alla politica monetaria del debito pubblico, marginalizzazione dei titoli pubblici nelle operazioni di mercato aperto, è una circostanza limpidamente prevista dalla stessa autorità monetaria europea come risultato delle sue scelte di governo del mercato monetario:

> "From the start of 2007, there will be a significant change in the collateral framework. Credit claims, which are currently eligible as collateral in only four countries (Germany, Spain, France and Austria), will become eligible across the whole euro area. It is expected that the use of credit claims will increase only gradually during the first few years, but in the longer term, credit claims are likely to form a substantial share of all Eurosystem collateral. If this occurs, it will have substantially increased the liquidity of banks' balance sheets […]. Furthermore, by freeing up government bonds from being used in Eurosystem operations, it should also provide banks with new profit opportunities". (European Central Bank, 2007, p. 9.)

Pertanto, coerentemente con un disegno istituzionale promosso dall'autorità monetaria europea, i titoli del debito pubblico emessi dai paesi dell'eurozona perdono la loro centralità nell'assetto di relazioni tra banca centrale e settore finanziario privato, poiché smettono di rappresentare la chiave di volta delle operazioni di mercato aperto. Nei primi anni di funzionamento dell'area euro, gli effetti di questo nuovo assetto istituzionale stentano ad

emergere, per le ragioni illustrate. Tuttavia, l'indebolimento del sostegno dell'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico dei governi, quantomeno nel suo carattere di sistematicità, dà luogo ad un contesto di politica monetaria del debito pubblico entro cui avrà origine e si svilupperà il fenomeno che costituisce il principale oggetto della presente ricerca, la crisi greca.

Capitolo V La svolta nella politica monetaria europea del 2008

5.1 I presupposti della svolta

5.1.1 Crisi finanziaria e carenza di liquidità

Nell'illustrare gli effetti delle decisioni prese dall'autorità monetaria europea che appaiono rilevanti per l'interpretazione dell'attuale crisi, possiamo schematicamente distinguere due fasi nella politica monetaria europea: una prima fase, che va dall'introduzione dell'euro fino al 2008, di funzionamento normale dell'eurozona, ed una seconda fase, iniziata nell'ottobre del 2008 ed ancora in pieno svolgimento, che si caratterizza per le misure eccezionali introdotte dall'autorità monetaria per gestire i mercati finanziari europei in seguito al fallimento della Lehman Brothers. L'ottobre 2008 rappresenta, per l'Europa, un vero e proprio punto di rottura istituzionale rispetto agli assetti storici nelle relazioni tra banca centrale, settore finanziario privato e governi nazionali che avevano caratterizzato il modello *standard* ma che, in qualche misura, sopravvivevano pure nel modello europeo fin lì adottato, limitandone l'affermazione.

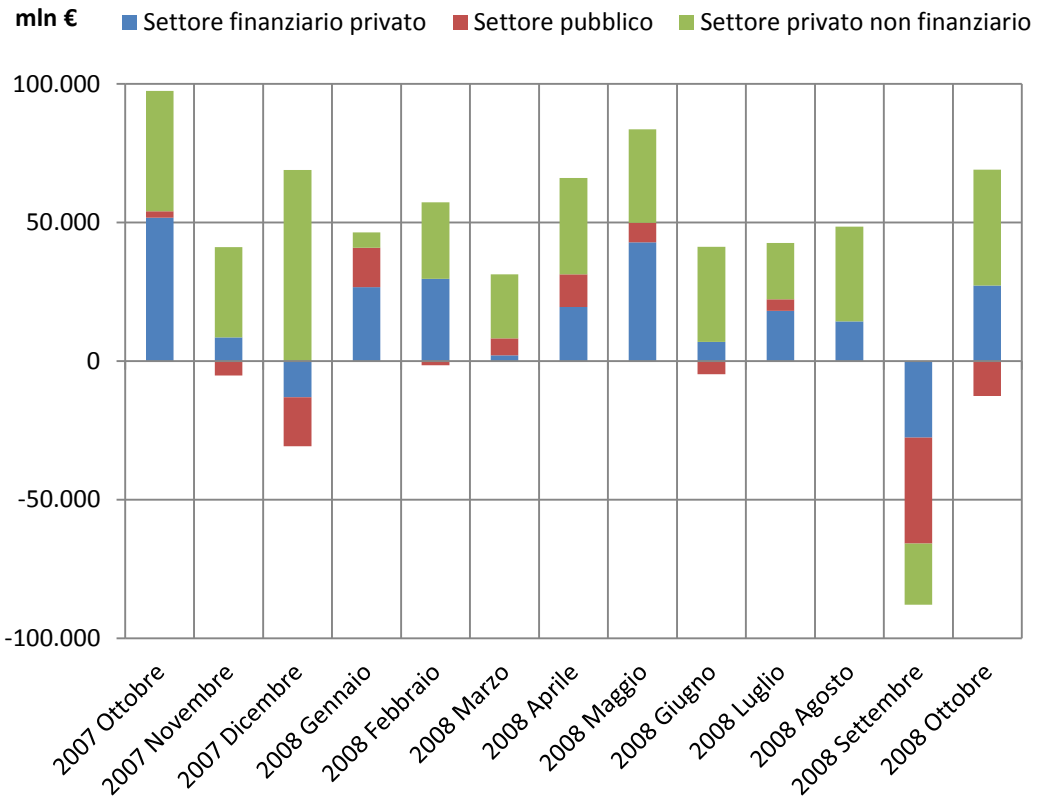
Quel punto di rottura coincide con il momento in cui la crisi finanziaria esplosa negli Stati Uniti travalica i confini di quella nazione e, con il fallimento della Lehman Brothers, finisce per investire il settore finanziario europeo. L'origine della crisi esplosa nel 2007 negli Stati Uniti e le modalità tramite cui si è trasmessa al settore finanziario europeo non sono oggetto della presente ricerca, che prende avvio dalle misure introdotte dall'Eurosistema in risposta a questi eventi, eventi che vale la pena semplicemente elencare. Il 15 settembre 2008 la statunitense Lehman Brothers non riceve il sostegno finanziario che l'autorità

monetaria aveva accordato ad altre istituzioni finanziarie in difficoltà, e dunque dichiara fallimento in seguito all'emergere di ingenti perdite in conto capitale. Nelle settimane che seguono, i segmenti della finanza europea più vicini a quella statunitense entrano in crisi: Gran Bretagna, Irlanda ed Islanda sono costrette ad intervenire con misure di salvataggio del settore bancario. Da lì, tra settembre ed ottobre 2008, la crisi invade l'intero settore finanziario europeo, come dimostrato dalla crisi di numerose istituzione finanziarie centroeuropee (dalla belga Dexia alla società belga-olandese Fortis fino a raggiungere la tedesca Hypo Real Estate, per citare i casi più importanti).

Ai fini della nostra analisi, la crisi esplosa nel 2008 in Europa è rilevante perché produce significative perdite in conto capitale nei bilanci delle banche e dunque provoca, all'interno del settore finanziario europeo, una crisi di liquidità: le banche private si trovano costrette a liquidare il più rapidamente possibile una parte consistente del loro portafoglio per poter continuare la propria attività e soddisfare, al contempo, i requisiti di riserva obbligatoria[117]. I dati relativi ai flussi di attività finanziarie dell'area euro illustrano esattamente questo tipo di reazione del settore finanziario privato alla crisi. Il grafico seguente mostra che i flussi mensili di obbligazioni detenute dal settore finanziario aggregato dell'eurozona diventano negativi proprio nel settembre 2008, a dimostrazione della corsa alla liquidazione dei titoli indotta dall'esplosione della crisi finanziaria. Lo stesso grafico mostra anche chiaramente che i titoli del debito pubblico, il segmento rosso, sono quelli maggiormente investiti da questa ondata di vendite, e continuano ad essere ceduti, a differenza degli altri, anche nel mese di ottobre.

[117] Si vedano Allen e Moessner (2012) e Gabrieli (2009).

Titoli diversi dalle azioni detenuti dal Settore Finanziario dell'area euro, per settore emittente
(flussi mensili, esclusi i titoli emessi da non residenti)



Fonte: European Central Bank

Dunque la crisi di liquidità porta ad una massa di vendite sui mercati finanziari che, a sua volta, induce il crollo dei listini e l'aumento nel tasso di interesse. In questa circostanza, l'autorità monetaria perde il controllo dei tassi dell'interesse, che finiscono per essere spinti al rialzo dalle vendite indotte dalla carenza di liquidità, e si trova costretta ad intervenire per ripristinare il suo governo del mercato monetario.

Come illustreremo, l'insieme delle misure messe in campo dell'autorità monetaria europea per contrastare questa crisi finanziaria coinvolge anche la politica monetaria del debito pubblico, portando a compimento quel modello europeo promosso fin dai primi anni di integrazione monetaria, tanto da poter

essere definite "*a natural extension of the pre-crisis operational framework*"[118]. Prima di occuparci della particolare politica monetaria adottata dall'Eurosistema nell'ottobre 2008, riteniamo utile analizzare la risposta alla crisi finanziaria elaborata, nell'ambito istituzionale del modello *standard*, dal Federal Reserve System, in modo tale da poter far emergere le differenze fondamentali tra questo assetto istituzionale e quello europeo[119].

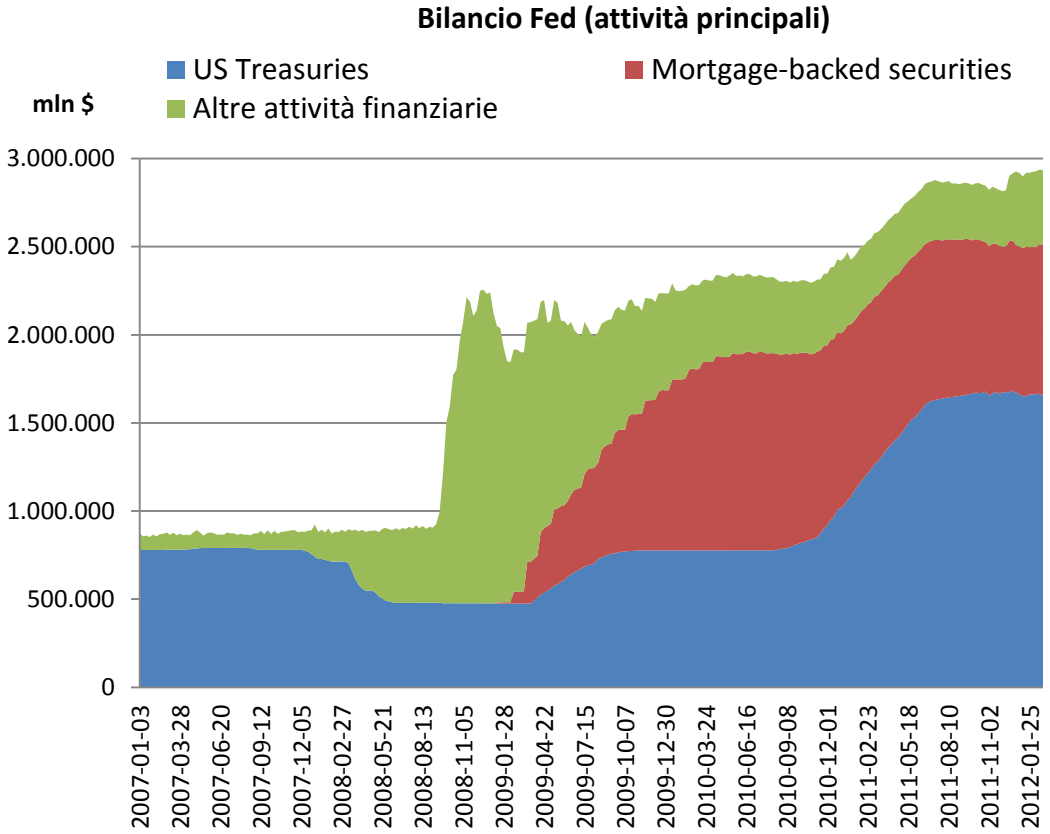
5.1.2 La risposta della banca centrale nel modello *standard:* il caso del Fed

Il complesso equilibrio tra banca centrale, settore finanziario privato e governo rappresentato dal modello *standard* permette all'autorità monetaria di intervenire a sostegno delle quotazioni dei titolo pubblici, a patto che tale intervento si realizzi sui mercati secondari, e dunque passi – come sempre in questo assetto di poteri – per l'intermediazione del settore finanziario privato. La crisi finanziaria esplosa negli Stati Uniti nel 2007, e culminata nel fallimento della Lehman Brothers, ci fornisce una limpida rappresentazione di questo meccanismo di intervento, detto generalmente "quantitative easing".

A partire dal settembre 2008, il Fed decide di affrontare la crisi finanziaria tramite una significativa immissione di liquidità nel sistema economico. Quel che è rilevante, però, è la modalità tramite cui viene realizzata questa immissione di liquidità[120]: dopo una prima, significativa, iniezione di liquidità in cambio di titoli derivati, necessaria per evitare il collasso del sistema creditizio nazionale, il Fed inizia – già nel 2009 – un programma di acquisti di titoli del debito pubblico statunitensi detenuti dal settore finanziario privato. Come risultato, l'ammontare di titoli del debito pubblico USA detenuti dalla banca centrale statunitense nel 2012 risulta essere il triplo di quelli detenuti prima del fallimento della Lehman Brothers, passando da meno di 500 a più di 1.500 miliardi di dollari[121]. Dunque il

[118] Cfr. Gabor (2010), p. 6.
[119] Si vedano Gros *et al.* (2012), ECB (2009) e Fawley e Neely (2013).
[120] Si veda Chun *et al.* (2009).
[121] Dati Federal Reserve System.

Fed ha acquistato, in parte sui mercati secondari ma in parte anche direttamente sul mercato primario[122], circa 1.000 miliardi di dollari di titoli del debito pubblico statunitense negli anni della crisi finanziaria. Questa operazione di *quantitative easing* ha sostenuto la domanda di titoli pubblici proprio in una fase in cui le banche private avevano necessità di liquidare le proprie attività: così facendo, il Fed ha difeso il corso dei titoli pubblici statunitensi, impedendo che la crisi di liquidità si traducesse in una spirale nei costi dell'indebitamento pubblico.



Fonte: Federal Reserve System

[122] Abbiamo detto che il modello *standard* poggia sulla rinuncia della banca centrale al finanziamento diretto del debito pubblico. In realtà, il canale del rifinanziamento diretto del debito pubblico è mantenuto attivo, negli Stati Uniti, grazie ad una particolare pratica operativa adottata dall'autorità monetaria nelle sue operazioni di mercato aperto. I titoli pubblici acquistati dal Fed vengono registrati sul conto SOMA della banca centrale. Quando un titolo iscritto nel SOMA giunge a scadenza, la banca centrale si riserva il diritto di sostituirlo con un titolo equivalente acquistato direttamente all'emissione. Dunque, nella misura in cui la banca centrale riacquista titoli pubblici detenuti e in scadenza, può realizzare tali acquisti direttamente in asta, senza passare per l'intermediazione settore finanziario privato. Ciò significa che il potere di finanziare direttamente il debito pubblico cresce con l'ammontare di titoli detenuti dalla banca centrale, poiché il loro rinnovo non viene considerato come un finanziamento diretto del debito pubblico e dunque viene ammesso anche sul mercato primario.

È interessante osservare come il primo tratto di questo grafico rappresenti, in maniera efficace, il funzionamento ordinario del modello *standard*, secondo il quale la banca centrale finanzia indirettamente il debito pubblico: il bilancio del Fed risulta costituito, prima dell'esplosione della crisi, per il 90% dai titoli del debito pubblico, acquistati sul mercato secondario tramite le operazioni di mercato aperto.

Fatte salve le misure di carattere temporaneo introdotte come risposta immediata alla crisi, che spiegano l'ampliamento dell'area verde proprio in corrispondenza del fallimento di Lehman Brothers, possiamo osservare che l'intervento della banca centrale statunitense è stato poggiato, fondamentalmente, su due pilastri. Da un lato, l'acquisto di quei titoli derivati dai mutui immobiliari che – rappresentando l'anello di congiunzione tra i bilanci delle banche e la crisi dell'economia reale – hanno dato origine alla crisi finanziaria statunitense: acquistando quei titoli, la banca centrale si è fatta carico di tutte le perdite in essi implicite, ed ha consentito alle banche private di liquidare le risorse in essi immobilizzate. Il secondo pilastro del *quantitative easing*, che emerge con forza tra il 2009 ed il 2010, è costituito dall'acquisto di titoli del debito pubblico statunitensi. Come risultato di questa politica, al primo gennaio 2012, il 29% del bilancio del Fed risulta costituito da titoli derivati dai mutui immobiliari, mentre il 57% è rappresentato da titoli pubblici statunitensi[123].

In conclusione, coerentemente con la struttura del modello *standard*, il Fed ha sostenuto i titoli del debito pubblico statunitense attraverso operazioni di mercato aperto che, avendo come oggetto privilegiato proprio le obbligazioni pubbliche, hanno consentito, da un lato, di rifornire il settore finanziario privato della liquidità di cui necessitava, e dall'altro di impedire il crollo dei prezzi delle obbligazioni pubbliche che si sarebbe prodotto, altrimenti, per effetto della loro disordinata liquidazione sui mercati finanziari. È importante osservare come il modello *standard* sappia soddisfare, al contempo, gli interessi del settore

[123] Dati Federal Reserve System.

finanziario privato – che ha potuto liberarsi dei titoli derivati in suo possesso – ma anche di quelli del governo statunitense – che ha potuto indebitarsi a costi contenuti anche nel mezzo di una crisi di portata storica come quella esplosa nel 2007.

5.1.3 La risposta dell'Eurosistema

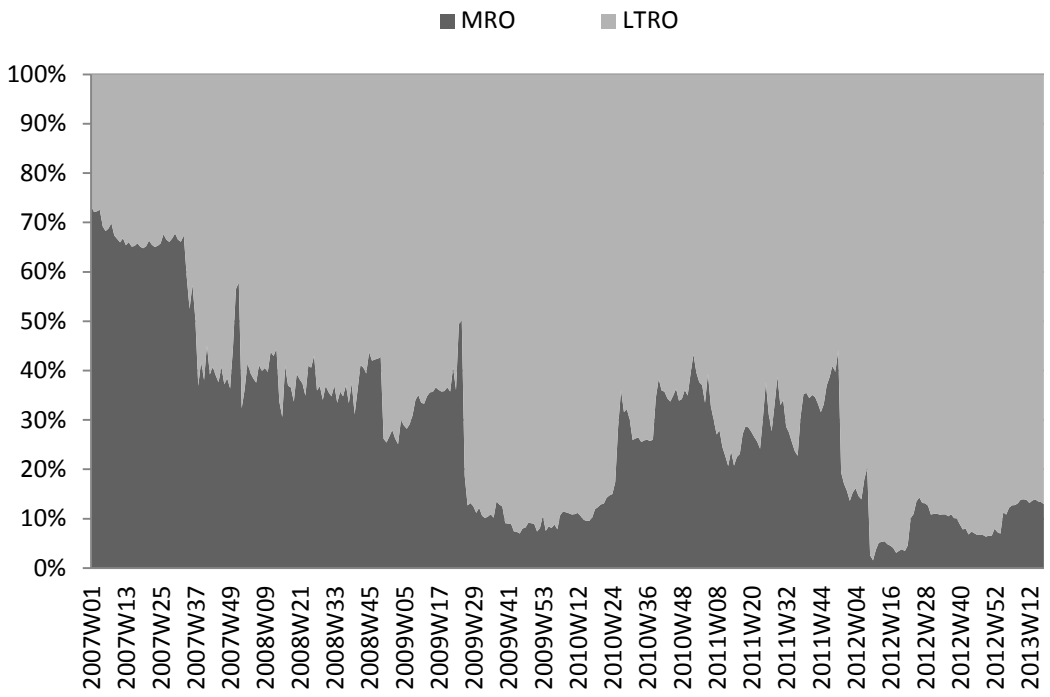
Per far fronte alla crisi del settore finanziario europeo, l'Eurosistema introduce, il 15 ottobre 2008, una serie di misure che – consolidate e perfezionate negli anni successivi – condurranno ad un profondo mutamento nel ruolo stesso dell'autorità monetaria europea[124]. L'intervento dell'Eurosistema include, per quel che attiene l'oggetto della presente ricerca, quattro provvedimenti fondamentali: un abbassamento del tasso di interesse fino a livelli minimi, la rimozione di qualsiasi limite quantitativo alle operazioni di mercato aperto, l'estensione dei termini dei prestiti concessi dalla banca centrale nell'ambito di quelle operazioni ed, infine, l'abbassamento del *rating* minimo accettato per i titoli posti in garanzia dei prestiti. Tenteremo ora di argomentare che tutte queste misure, che compongono la risposta dell'Eurosistema alla crisi di liquidità, si traducono in una straordinaria immissione di liquidità che presenta analogie ma anche importanti differenze con gli interventi realizzati dal Fed. Studiando tanto le analogie quanto le differenze tra queste due risposte alla crisi finanziaria, saremo in grado di comprendere i termini essenziali che distinguono il modello europeo di politica monetaria del debito pubblico dal modello *standard*.

Procediamo ora ad analizzare i nuovi contorni delle operazioni di mercato aperto europee. Le due misure che allentano i limiti precedentemente posti alle operazioni di mercato aperto significano, in sintesi, che l'Eurosistema immette nel sistema economico una massa consistente di nuova liquidità la quale, se pure non è concessa a titolo definitivo, come nel caso del Fed, è comunque lasciata al settore finanziario privato per un lasso di tempo molto esteso. In particolare, le

[124] Si vedano European Central Bank (2010c) e Cour-Thimann e Winkler (2013).

LTRO vengono rese più frequenti ma, soprattutto, più durature: se già nel 2007, all'esplosione della crisi finanziaria statunitense, vengono introdotte LTRO semestrali oltre alle ordinarie trimestrali, i prestiti a lungo termine dell'Eurosistema raggiungono persino, tra il 2011 e il 2012, tre anni di durata. Come mostrato dal seguente grafico, le operazioni di mercato aperto a più lungo termine finiscono per rappresentare la quasi totalità delle operazioni condotte dall'Eurosistema:

Composizione Operazioni Mercato Aperto, Eurosistema 2007-2013

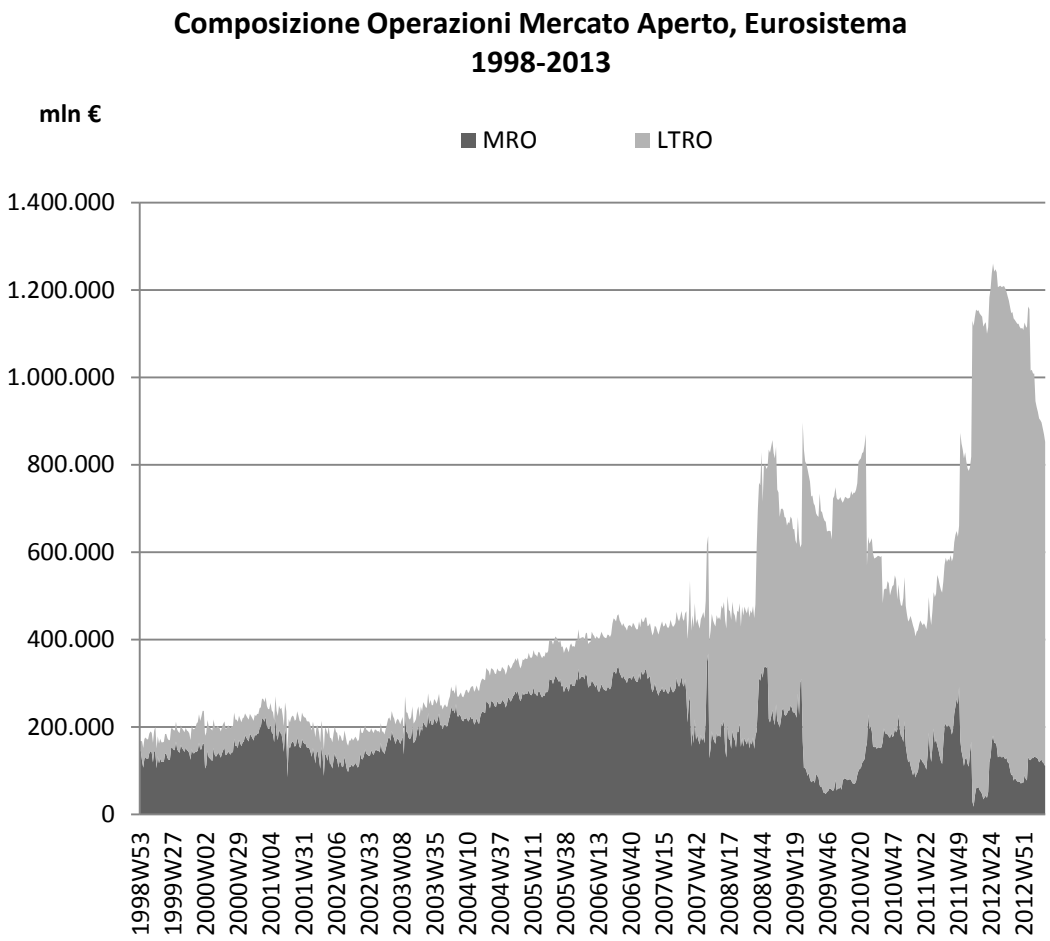


Fonte: European Central Bank

Questa estensione della durata dei prestiti dell'Eurosistema si accompagna, dal punto di vista quantitativo, ad una straordinaria immissione di liquidità[125] realizzata proprio a partire dall'ottobre 2008, e dunque in risposta alla

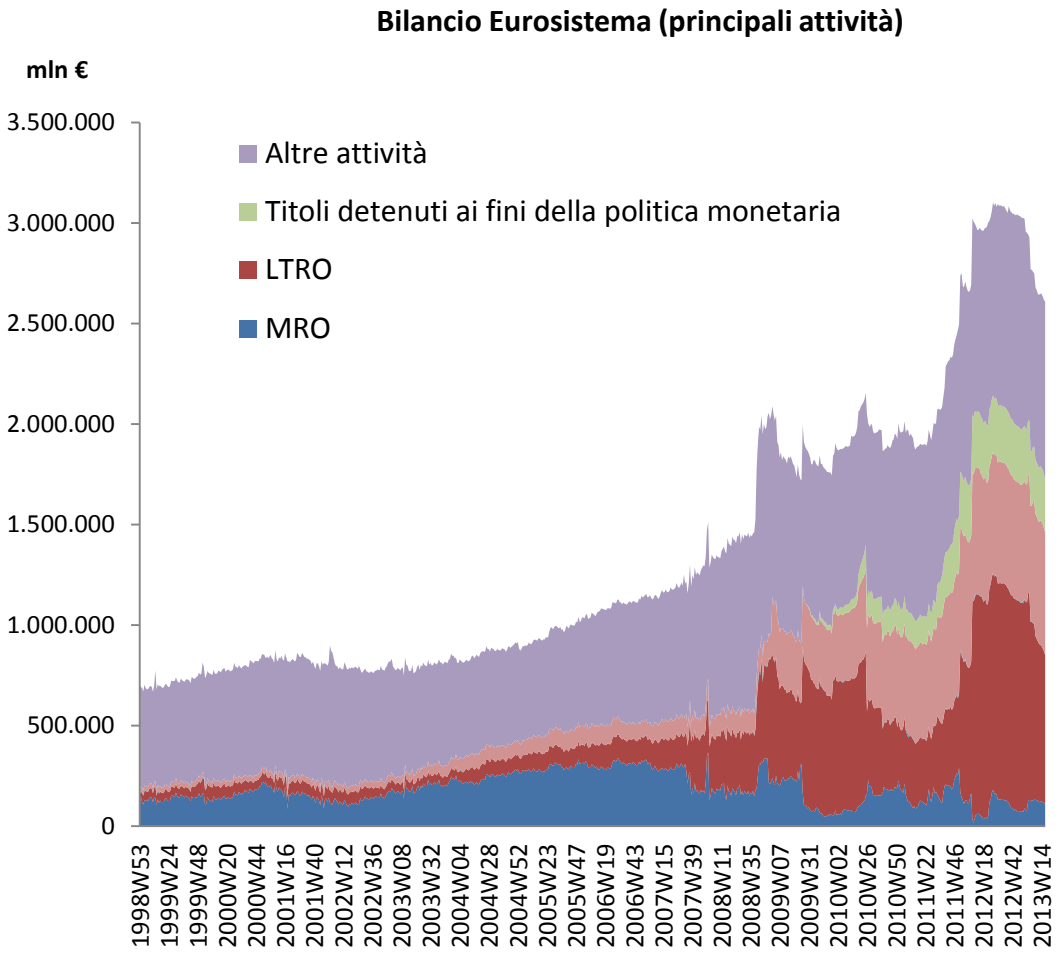
[125] Si veda Buiter (2012).

crisi di liquidità del settore finanziario privato innescata dal fallimento della Lehman Brothers.



Fonte: European Central Bank

Le modalità tramite cui si realizza questa significativa immissione di liquidità rappresentano una importante novità rispetto ai primi anni di funzionamento dell'area euro: l'autorità monetaria europea decide infatti di assecondare qualsiasi richiesta provenga dal settore finanziario privato, eliminando quei limiti quantitativi alle operazioni di mercato aperto che costringevano le banche private a dotarsi di titoli liquidabili per vie diverse da quelle offerte dal prestatore di ultima istanza. Di fronte ad un eccezionale fabbisogno di liquidità del settore finanziario privato, la banca centrale ha deciso di rispondere fornendo tutta la moneta richiesta, esattamente come nel caso statunitense.



Fonte: European Central Bank

Per cogliere la dimensione quantitativa del fenomeno, basti pensare che l'Eurosistema raddoppia, tra il 2008 ed il 2012, il proprio bilancio, emettendo dunque in cinque anni una quantità di moneta esattamente pari a quella che era presente nell'eurozona prima dell'inizio della crisi[126].

Come nel caso statunitense, in virtù dell'elevata liquidità offerta e dei bassi tassi dell'interesse richiesti su quella liquidità, l'autorità monetaria si sostituisce totalmente al mercato interbancario e diventa la controparte principale delle maggiori istituzioni finanziarie private: le banche private trovano nel prestatore di ultima istanza le condizioni ideali di rifinanziamento, e dunque smettono di reperire risorse liquide sui mercati finanziari, dove nessuno è in grado di offrire la stessa quantità di moneta a tassi di interesse così bassi. Il ruolo

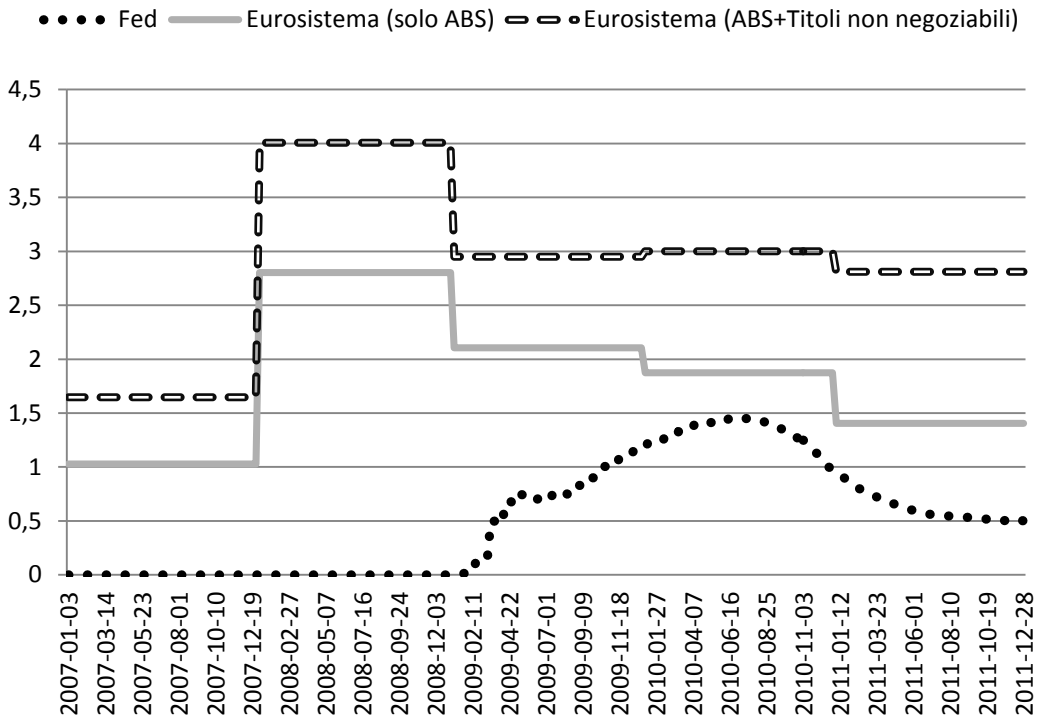
[126] Dati European Central Bank.

centrale così assunto dall'Eurosistema nei mercati finanziari europei consente all'autorità monetaria di imporre finalmente, nei modi che illustreremo, il modello europeo. Quel nuovo assetto di relazioni con i governi ed il settore finanziario privato aveva progressivamente iniziato ad affermarsi, nei primi anni di funzionamento dell'area euro, sui residui del modello *standard* che ancora caratterizzavano molti paesi dell'area, ma giungerà ad esercitare tutta la sua influenza sulla politica economica europea solamente a partire dal 2008.

Se è vero che l'Eurosistema ha seguito il Fed nel rispondere alla crisi di liquidità del settore privato con una significativa iniezione di nuova moneta, quello che differenzia il caso europeo da quello statunitense, e che ci permette di parlare di un modello europeo sostanzialmente diverso dal modello *standard*, sono le modalità operative tramite cui si è realizzata questa immissione di liquidità. Il Fed ha creato moneta nei bilanci delle banche private passando, in misura significativa, per l'acquisto di titoli pubblici. Al contrario, l'Eurosistema ha negli anni realizzato operazioni di mercato aperto in cambio di attività finanziarie prevalentemente private, e nel momento in cui la crisi finanziaria approda in Europa decide di portare questa sua politica alle estreme conseguenze, abbassando il *rating* minimo accettato sulle garanzie dei suoi prestiti, e dunque ammettendo nell'alveo delle garanzie idonee anche titoli caratterizzati da un elevato rischio e, per questo, privi di un qualsiasi mercato. In questa maniera, le banche private sono stimolate a conferire in garanzia delle operazioni di mercato aperto titoli altrimenti immobilizzati nei loro bilanci, e non i titoli pubblici, che si possono liquidare per altre vie. Ne deriva che i titoli pubblici vengono completamente isolati dal processo di creazione della nuova moneta, mentre nel modello *standard* vi erano pienamente coinvolti in ragione della loro insostituibilità nelle operazioni di mercato aperto.

Questo grafico ci permette di cogliere, seppure con approssimazione, questa differenza fondamentale nelle politiche di *quantitative easing* messe in campo, rispettivamente, dal Fed e dall'Eurosistema:

Rapporto tra titoli privati rischiosi e titoli pubblici accettati dall'autorità monetaria



Fonte: European Central Bank e Federal Reserve System

Il Fed pretende unicamente titoli pubblici in cambio della liquidità che immette nel settore finanziario privato fino al 2009, quando inizia ad accettare anche una certa quantità di titoli derivati dai mutui immobiliari; tuttavia, la banca centrale statunitense accetta più titoli derivati che titoli pubblici solamente tra la fine del 2009 e la fine del 2011, ed in un rapporto mai superiore ad 1,5 titoli derivati per ciascun titolo pubblico. Al contrario l'Eurosistema, in virtù del modello europeo che stava progressivamente affermando, riceveva già nel 2007 titoli pubblici e titoli derivati in rapporto di 1 ad 1. Nella crisi del 2008 l'Eurosistema riceverà quasi tre titoli derivati per ciascun titolo pubblico, e quel rapporto si manterrà sempre significativamente al di sopra dell'unità, a dimostrazione del particolare orientamento di politica dei collaterali dell'autorità monetaria europea. Se poi includiamo in quel rapporto, oltre ai titoli derivati, anche quelle attività finanziarie non negoziabili che l'Eurosistema accetta in

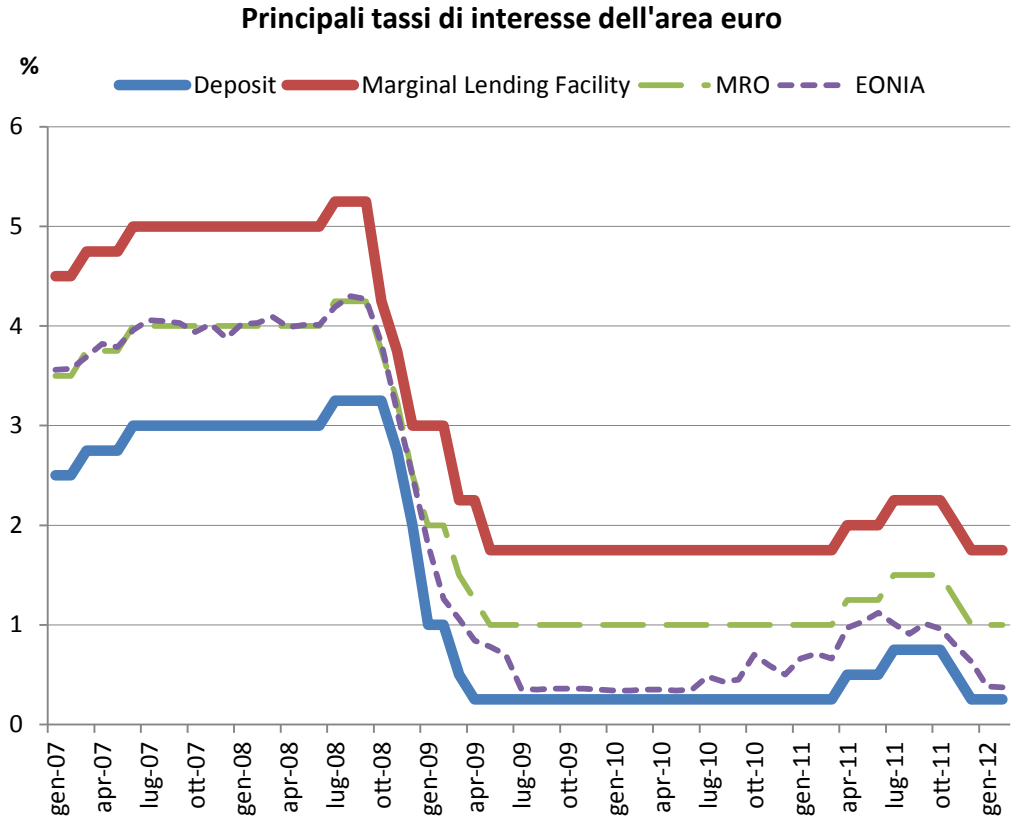
cambio di liquidità, il rapporto tra attività private rischiose e titoli pubblici accettati si accresce sensibilmente, raggiungendo il 400% nel 2008 e mantenendosi intorno al 300% negli anni successivi.

In conclusione, il concorso di queste quattro misure di politica monetaria introdotte dall'Eurosistema in seguito al fallimento della Lehman Brothers porta il modello europeo ad affermarsi definitivamente, e dunque configura il particolare contesto di politica monetaria del debito pubblico entro cui, a distanza di un anno, si svilupperanno i fenomeni che rappresentano l'oggetto specifico della presente ricerca.

5.2 Dal contesto di politica monetaria agli *spread*

5.2.1 Il carattere di persistenza della crisi di liquidità

Sebbene le misure messe in campo dell'autorità monetaria per fronteggiare la crisi abbiano prodotto un immediato contenimento dei tassi di interesse, la carenza di liquidità del settore creditizio europeo indotta dalla crisi e dalla sua evoluzione continua a manifestarsi, dimostrando così il suo carattere di persistenza nella fase storica osservata. Prima della crisi, la banca centrale orientava i tassi dell'interesse di brevissimo termine stabilendone un limite massimo, al quale qualsiasi banca poteva prendere a prestito fondi, ed un limite minimo, al quale qualsiasi banca poteva depositare fondi. Entro quel "corridoio", il tasso di interesse a breve veniva determinato in una complessa dialettica con le dinamiche del mercato interbancario. In seguito all'esplosione della crisi, e nonostante le misure introdotte dall'Eurosistema, che ha dotato il settore creditizio di tutta la liquidità richiesta, i tassi a breve termine finiscono per essere schiacciati al livello applicato ai depositi facoltativi presso la stessa banca centrale:

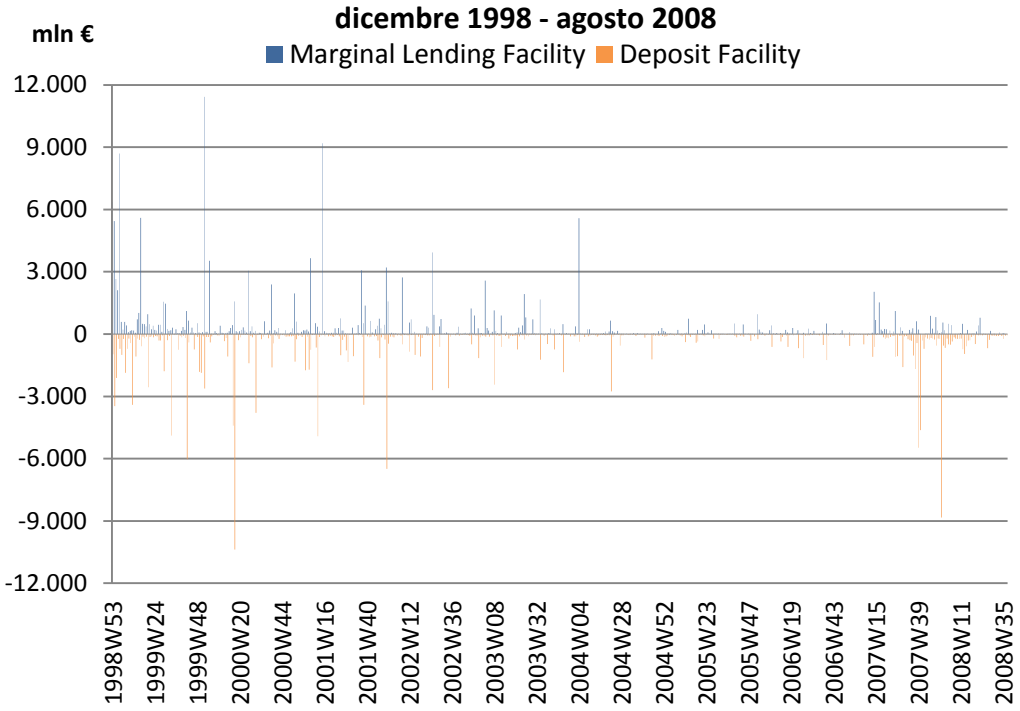


Fonte: European Central Bank

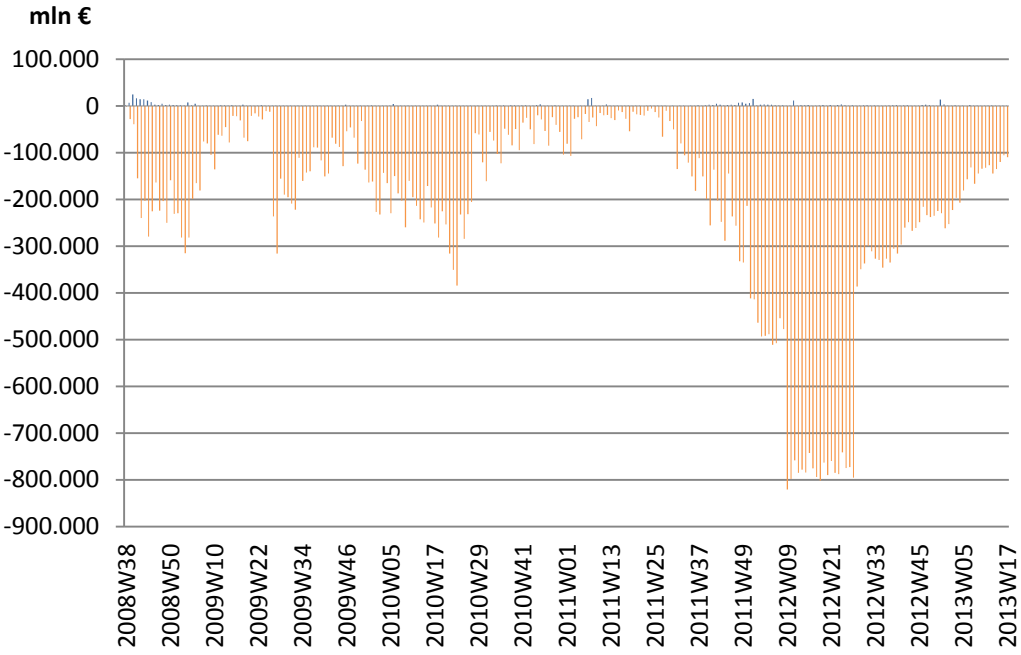
Lo schiacciamento del tasso di interesse *overnight* (EONIA) sul tasso applicato dalla banca centrale ai depositi facoltativi, un fenomeno distinto dal generale abbassamento dei tassi di interesse fissati dall'autorità monetaria, si spiega con il fatto che la massa di liquidità introdotta nel sistema viene per la gran parte mantenuta dal settore creditizio nella sua forma liquida, e non è dunque impiegata in titoli né prestata sul mercato interbancario: ad un incremento nella liquidità disponibile non corrisponde un equivalente incremento negli impieghi. Come si evince dal seguente grafico, se prima della crisi il ricorso delle banche private ai depositi presso l'autorità monetaria aveva un ruolo marginale, e le banche preferivano impegnare i propri fondi in impieghi più redditizi, nella crisi le banche dimostrano una diversa priorità, quella di dotarsi di risorse liquide a scopo precauzionale: in vista delle perdite che la crisi continuamente induce e fa emergere nei bilanci delle banche, il settore creditizio europeo dimostra di voler mantenere in forma liquida i fondi presi in prestito, a tassi contenuti, dalla banca centrale:

Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, Eurosistema

dicembre 1998 - agosto 2008



settembre 2008 - marzo 2013



Fonte: European Central Bank

Come mostrano questi grafici, dal settembre 2008 il settore finanziario privato dell'eurozona ricorre, in maniera sistematica ed in una misura mai sperimentata prima, ai depositi presso la banca centrale, tesaurizzando la liquidità disponibile anziché immobilizzarla nell'acquisto di titoli remunerativi. Si viene a creare così una situazione in cui il sistema bancario decide di dotarsi di una riserva di liquidità di straordinaria entità, la cui esistenza porta i tassi di interesse a brevissimo termine ai livelli più bassi consentiti dall'autorità monetaria, quelli applicati sui suoi depositi facoltativi.

Questo carattere della persistenza assunto dalla carenza di liquidità nel corso della crisi è rilevante, per la nostra analisi, perché spiega la persistente tensione ribassista che caratterizza, in quella fase, i mercati finanziari d'Europa: l'evoluzione della crisi induce nel settore creditizio un continuo fabbisogno di liquidità che costringe le banche private a liberarsi dei titoli in loro possesso non appena si realizzano consistenti perdite in conto capitale. Una simile dinamica si traduce in una disordinata ma imponente pressione al rialzo sui tassi di interesse diversi da quelli a brevissimo termine, gli unici perfettamente controllabili dalla politica monetaria e dunque schiacciati ai livelli minimi. Di fronte a questa tensione ribassista presente sui mercati finanziari, la disponibilità dell'autorità monetaria europea a sostenere o meno la domanda, e dunque il corso, dei titoli pubblici assurge – nelle maniere che illustreremo – a fattore determinante del tasso di interesse pagato dai governi europei sui rispettivi debiti pubblici.

5.2.2 La politica monetaria europea del debito pubblico

Come abbiamo spiegato, nel modello europeo i titoli del debito pubblico vengono posti fuori dalla sistematica interazione tra autorità monetaria e settore finanziario privato. In tale contesto, la domanda di titoli pubblici del settore creditizio finisce per essere determinata unicamente da un calcolo di carattere economico, fondato essenzialmente sulle caratteristiche storiche dei titoli pubblici, ovverosia la loro capacità di tenere insieme un certo rendimento positivo, seppur contenuto, ed un rischio di deprezzamento molto basso.

Tuttavia, abbiamo tentato di argomentare che le proprietà di carattere monetario dei titoli pubblici non sono proprietà intrinseche a quelle particolari attività finanziarie, ma provengono piuttosto dal modo in cui quei titoli sono incastonati nella struttura di relazioni tra governo, autorità monetaria e finanza privata. Una struttura che ha assunto, in Europa, una conformazione tale da mettere in discussione le caratteristiche storicamente associate ai titoli pubblici sui mercati finanziari. La corrispondenza tra titoli pubblici e basso rischio di deprezzamento proviene, infatti, dagli equilibri istituzionali tipici del modello *standard*, dove la banca centrale sosteneva sistematicamente il corso dei titoli pubblici, assicurandone così la stabilità dei prezzi. Si tratta dunque di comprendere cosa accade nel modello europeo, laddove non vi è più alcun sostegno di carattere sistematico al processo di indebitamento pubblico quale quello che era garantito, nel modello *standard*, dalla posizione "privilegiata" assicurata ai titoli pubblici nel disegno delle operazioni di mercato aperto. Il vincolo prima esistente tra autorità monetaria e governo, secondo il quale l'ordinaria gestione della politica monetaria comportava un continuo sostegno, seppur indiretto, al processo di indebitamento pubblico, viene allentato dall'Eurosistema. Col venir meno di questa interazione automatica tra politica monetaria e debito pubblico, i paesi dell'area euro perdono, a partire dal 2008, quel sostegno sistematico della banca centrale all'attività di finanziamento del debito pubblico che caratterizzava il modello *standard*.

Il modello europeo, tuttavia, non ha mai negato in termini assoluti la possibilità di finanziare il debito pubblico ma si è limitato, per così dire, a disarticolare attentamente quella prerogativa dell'autorità monetaria dalla sua attività di prestatore di ultima istanza svolta regolarmente nei confronti del settore creditizio. In questa maniera, a partire dal 2008, le singole banche centrali nazionali che compongono l'Eurosistema hanno dovuto rimodulare i loro interventi a sostegno dei rispettivi debiti pubblici: se prima era possibile far discendere il sostegno ai titoli del debito pubblico dalla ordinaria attività di rifinanziamento del settore privato, il nuovo corso della politica monetaria

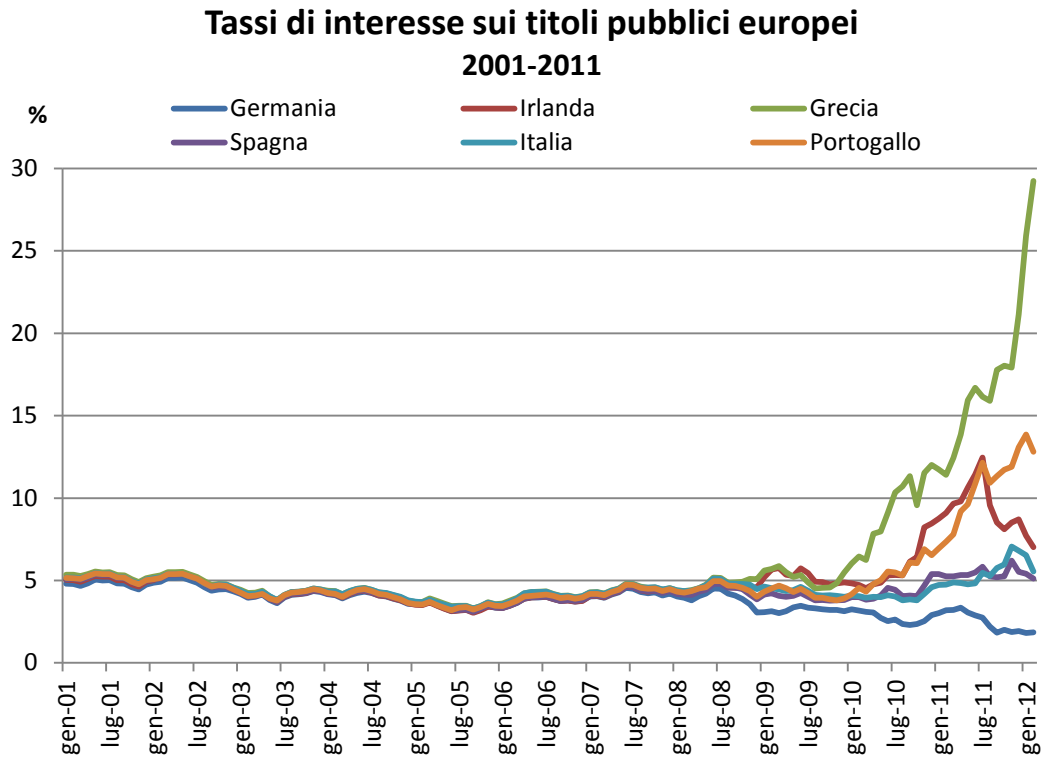
europea scinde nettamente il momento del rifinanziamento del settore privato – che ora poggia sul conferimento in garanzia di titoli prevalentemente privati – dal momento del rifinanziamento del settore pubblico. Nel modello europeo, lo spazio per un finanziamento *indiretto* del debito pubblico da parte dell'autorità monetaria risulta sensibilmente ridimensionato, e dunque si crea la necessità, tutta storico-istituzionale, di ripristinare per altre vie il sostegno dell'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico.

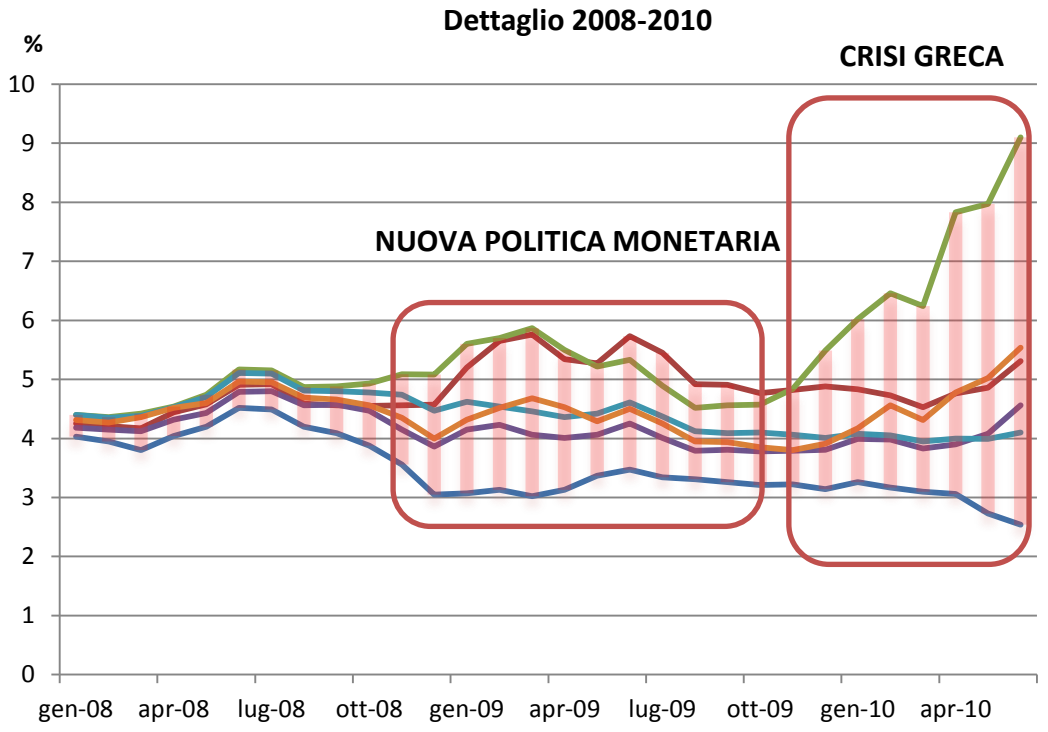
Come mostreremo nei prossimi capitoli, il modello europeo riporta in primo piano quelle attività di sostegno diretto dell'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico che erano relegate sullo sfondo del modello *standard*, in virtù del ruolo di mediazione istituzionalizzato del settore finanziario privato. Se da un lato ciò significa che l'Eurosistema non ha mai rinunciato a sostenere attivamente, come le altre autorità monetarie, il processo di indebitamento pubblico, dall'altro il modello europeo apre lo spazio perché questo sostegno possa realizzarsi in maniera differenziata nell'area euro, dando luogo a politiche monetarie del debito pubblico specifiche per ciascun paese. In altri termini, l'Eurosistema ha reso possibile, nel suo disegno di politica monetaria del debito pubblico, un diverso atteggiamento dell'autorità monetaria nei confronti del debito pubblico dei differenti paesi dell'area euro. Questo diverso atteggiamento, che abbiamo visto avere origine nel contesto di politica monetaria promosso dall'Eurosistema, può essere concepito come la spiegazione delle differenti dinamiche intraprese dai tassi di interesse pagati sul debito pubblico dai paesi dell'area euro negli anni della crisi.

5.2.3 L'ampliamento degli *spread* in Europa

La svolta nella politica monetaria europea del 2008 produce effetti eterogenei nei mercati dei titoli del debito pubblico dell'area euro: la pressione al ribasso esercitata sui tassi a brevissimo termine sembra contaminare i tassi di interesse pagati sul debito pubblico di alcuni paesi, che chiameremo "centrali",

ma non anche quelli nei paesi "periferici", che al contrario aumentano costantemente.





Fonte: Eurostat

Come si evince, in particolare, dal secondo grafico, che mostra nel dettaglio il periodo 2008-2010, il processo di convergenza al ribasso dei tassi di interesse, iniziato con l'introduzione della moneta unica, termina esattamente nell'ottobre 2008, con il nuovo corso della politica monetaria europea. Il fenomeno dell'ampliamento degli *spread* deve quindi essere letto in relazione alla svolta di politica monetaria del 2008: il modello europeo afferma una politica monetaria del debito pubblico che dà luogo, nelle maniere che indagheremo, a differenti rendimenti sui titoli pubblici dei diversi paesi dell'area euro. Se in un primo momento gli *spread* si manterranno entro limiti ragionevoli, con la crisi greca si amplieranno in maniera tale da modificare radicalmente gli equilibri tra singoli governi nazionali, autorità monetaria europea e mercati finanziari.

Non appena la crisi finanziaria induce la disordinata liquidazione delle attività possedute dal settore creditizio, i titoli privati vedono crollare i loro valori, tanto nei paesi centrali quanto in quelli della periferia dell'area euro, mentre lo stesso non avviene con riferimento alla generalità dei titoli pubblici europei: quelli dei paesi centrali riescono, nei modi che illustreremo, ad evitare la caduta nei prezzi, e dunque usufruiscono appieno dei bassi tassi di interesse imposti al mercato dall'autorità monetaria, mentre quelli dei paesi periferici finiscono per essere travolti dalle vendite e dunque inducono costi crescenti di indebitamento ai corrispondenti governi. Possiamo osservare infatti che dopo l'ottobre 2008 il tasso di interesse sul debito pubblico dei paesi centrali, rappresentati nei grafici dalla Germania, si riduce, seguendo dunque la dinamica imposta dall'autorità monetaria al costo della moneta e portandosi addirittura sotto al 2% nel 2012, mentre i tassi dei paesi periferici tendono, con tempi diversi, ad accrescersi fino a portarsi tutti al di sopra del 5% nel corso del 2011. Quando interviene la crisi del settembre 2008, le istituzioni finanziarie private europee non hanno ragioni specifiche per rinunciare a liquidare, assieme alle altre attività finanziarie, anche i titoli pubblici presenti nei loro bilanci, titoli caratterizzati peraltro da un mercato più esteso degli altri. Se tuttavia una simile dinamica avesse investito la generalità dei titoli pubblici europei, non avremmo

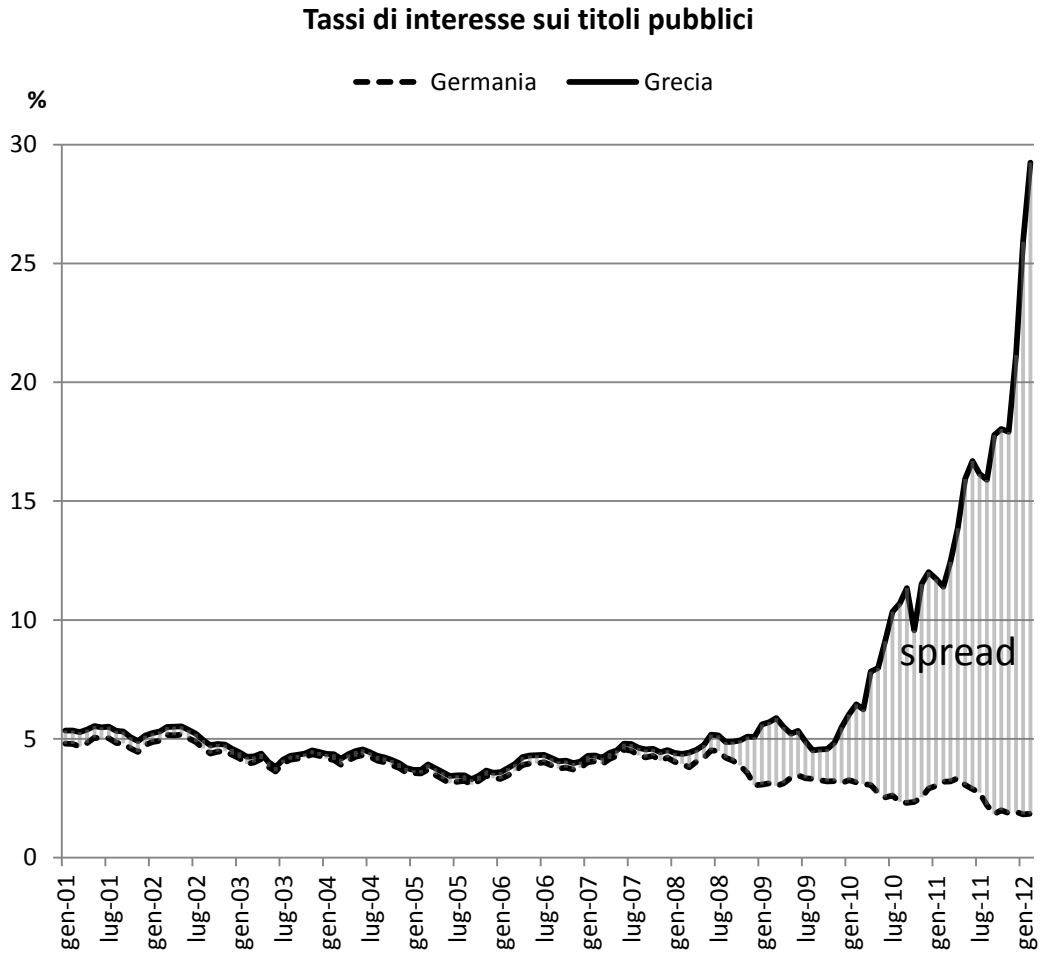
assistito ad alcun ampliamento nel differenziale tra i tassi di rendimento. Dobbiamo dunque chiederci quali forze abbiano contrastato, nei paesi centrali, la spinta al ribasso derivante dalla crisi di liquidità del settore finanziario, e quali dinamiche abbiano consentivo, invece, che i titoli pubblici dei paesi periferici venissero considerati alla stregua di qualsiasi attività finanziaria privata, tenuta nel portafoglio solamente in cambio di un più elevato rendimento.

Tenteremo di mostrare, in quanto segue, che i diversi effetti prodotti dalla crisi di liquidità sui rendimenti dei titoli pubblici europei possono essere attribuiti ad un differente intervento dell'autorità monetaria: poiché nel modello europeo il sostegno della banca centrale al processo di indebitamento pubblico non è automatico, come era nel modello *standard*, ma richiede interventi *ad hoc*, l'Eurosistema dimostra di praticare quegli interventi a sostegno dei governi dei paesi centrali ma non anche in difesa del debito pubblico della periferia. Per questa ragione si osserva, proprio a partire dalla svolta di politica monetaria del 2008 che ha sancito l'affermazione del modello europeo, una diversa tenuta dei titoli pubblici dell'area euro: i titoli legati al debito dei paesi centrali vengono accompagnati da forme di sostegno diretto dell'autorità monetaria, e dunque usufruiscono dei bassi tassi fissati dalla banca centrale, mentre i titoli legati al debito dei paesi periferici vengono sganciati dal vincolo istituzionale tra banca centrale e governi. La crisi greca, dunque, svolge esattamente il ruolo di segnalare ai mercati finanziari questa transizione definitiva dal modello *standard*, dove il debito pubblico era continuamente sostenuto dall'autorità monetaria, al modello europeo, dove ad essere sostenuto è solamente il debito pubblico dei paesi centrali.

5.2.4 Gli *spread* tra titoli pubblici tedeschi e greci

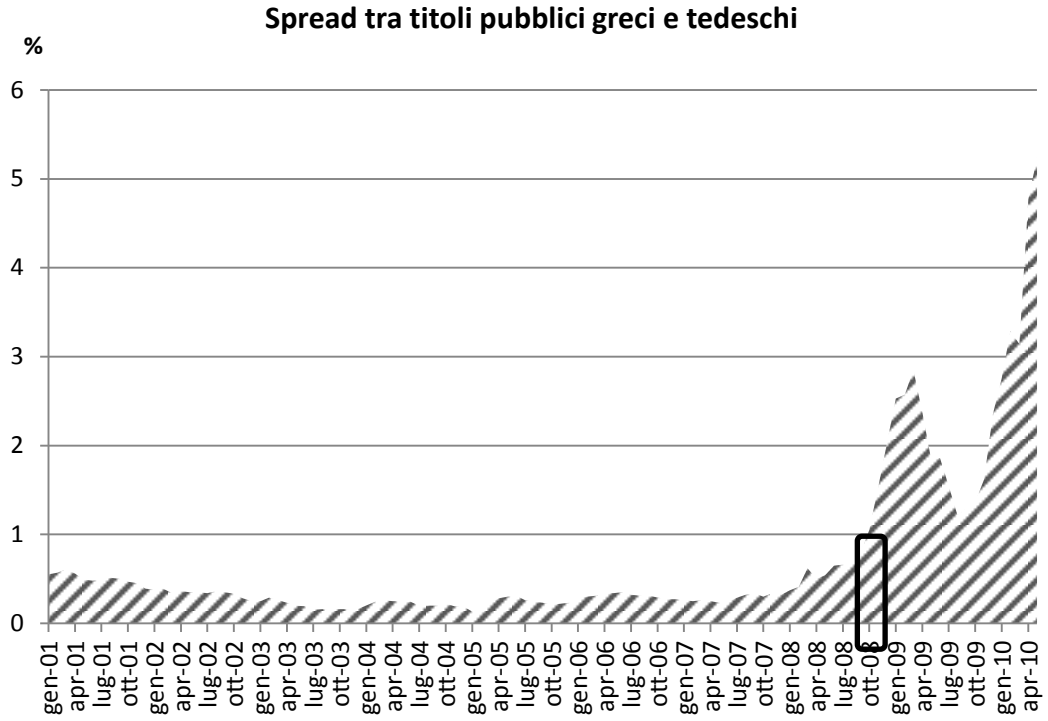
Poiché la presente ricerca è incentrata sulla crisi greca, e prende spunto dall'incremento negli *spread* tra titoli del debito pubblico tedeschi e greci che si è verificano alla fine del 2009, ci concentreremo ora su questi due paesi, nella convinzione di sviluppare un ragionamento che, per le ragioni illustrate in questo

capitolo, descrive una dinamica comune all'eurozona nel suo complesso. Il differenziale pagato dai titoli greci rispetto ai corrispondenti tedeschi deriva da due elementi: la contrazione dei tassi di interesse pagati dai titoli tedeschi, da un lato, ed i crescenti tassi di interesse pagati da quelli greci dall'altro.



Fonte: Bank of Greece e Duetsche Bundesbank

È interessante notare che, coerentemente con quanto illustrato in precedenza, lo *spread* tra questi due tassi si è mantenuto prossimo allo zero nei primi otto anni di funzionamento dell'area euro, ed inizia a crescere sensibilmente solo nell'ottobre 2008, quando supera i 100 punti base e, nell'arco di pochi mesi, si avvicina ai 300 punti base:



Fonte: Bank of Greece e Deutsche Bundesbank

Acuendosi ulteriormente a partire dal novembre 2009, questa spirale nei tassi di interesse porterà la Grecia ad accettare, nel maggio 2010, un prestito istituzionale che consente al governo di finanziare buona parte del debito pubblico, negli anni a seguire, senza bisogno di raccogliere fondi sui mercati finanziari, così come abbiamo spiegato nel primo capitolo di questo lavoro.

È importante sottolineare il particolare contesto teorico entro cui procederemo, e che abbiamo illustrato nel dettaglio nel terzo capitolo: nell'analisi classica, vi è lo spazio per considerare il tasso di interesse come un fenomeno di carattere istituzionale, determinato dalle circostanze storiche e politiche che governano le tensioni distributive. Seguendo Marx, dunque, abbiamo in mente una struttura analitica in cui non esiste alcun tasso di interesse naturale o normale, ed in cui il tasso dell'interesse viene determinata dalle dinamiche del mercato monetario non più che dai rapporti di forza sulla cui base sono definite le regole e le consuetudini che quel mercato organizzano e governano. Entro questo quadro teorico, non appare lecito ricercare relazioni

causali stabili e dotate di generalità, come invece avviene in altri stadi logici dell'analisi classica collocati su di un livello di astrazione più elevato; piuttosto, l'indagine deve a questo punto scendere, per così dire, a studiare quelle complesse dialettiche negoziali che, passando per le quotazioni dei mercati finanziari ed i meccanismi di trasmissione dei tassi di interesse fissati dall'autorità monetaria, determinano i processi distributivi di una quota rilevante del sovrappiù, e per questa ragione possono essere collocate al centro di un'analisi della distribuzione del reddito. È con questo approccio teorico, dunque, che avviciniamo il fenomeno dell'ampliamento degli *spread* tra i titoli pubblici di Grecia e Germania.

5.3 Le circostanze storico-istituzionali che governano gli *spread*

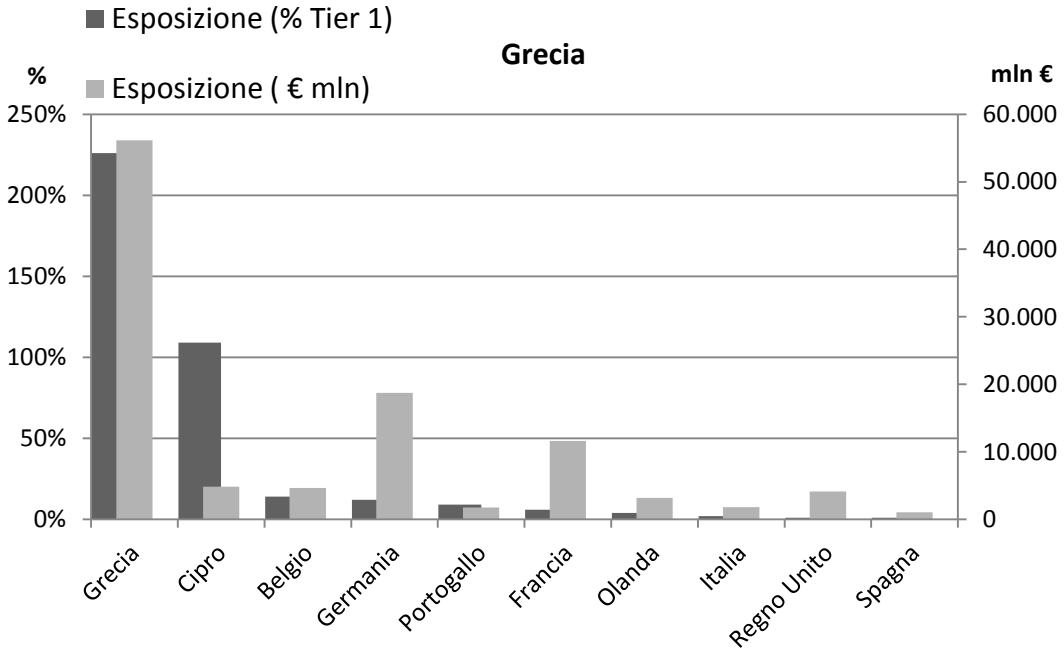
5.3.1 Rapporti di forza tra settori finanziari nazionali

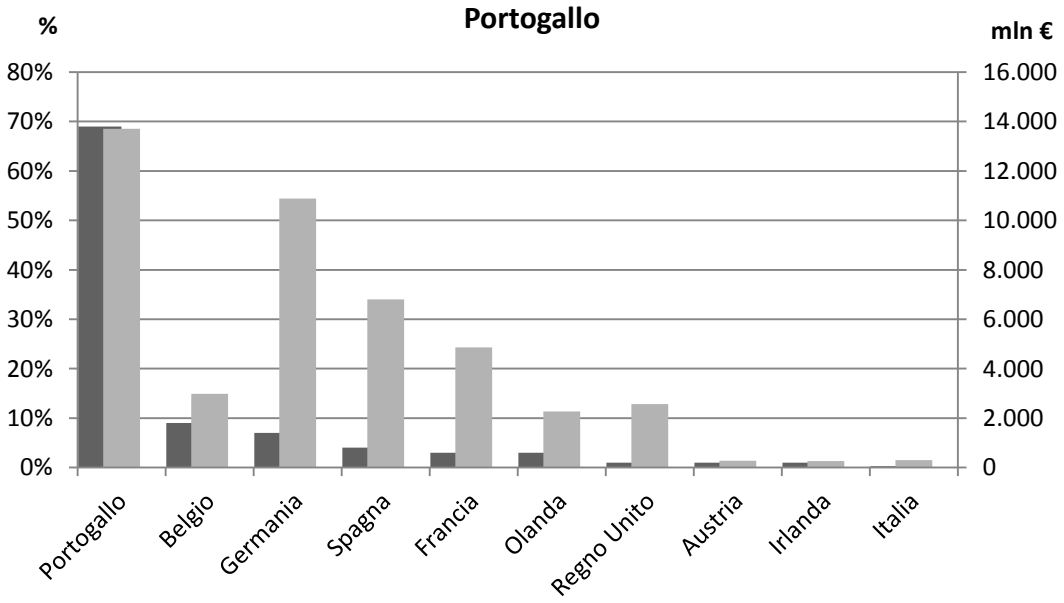
Il primo elemento che riteniamo rilevante considerare è l'atteggiamento e la tenuta, nel contesto della crisi, dei diversi settori finanziari privati nazionali. Entro questi distinti gruppi è infatti possibile riconoscere le maggiori concentrazioni di titoli pubblici dei rispettivi paesi, e dunque i maggiori centri di interesse al sostegno delle quotazioni di quelle particolari attività finanziarie. Poiché il processo di integrazione europea è relativamente recente, le banche private hanno ancora, come eredità del modello *standard*, una significativa quota di titoli del debito pubblico del proprio paese nei loro bilanci, e dunque hanno tutto l'interesse a sostenere le quotazioni di quei titoli. Per verificare questa intuizione, abbiamo osservato le statistiche prodotte dall'OECD[127] sull'esposizione dei settori finanziari privati al debito pubblico dei paesi periferici d'Europa, che rapportano l'ammontare di titoli pubblici di un certo paese detenuti dal settore finanziario al suo patrimonio liquido[128]. In base a questo

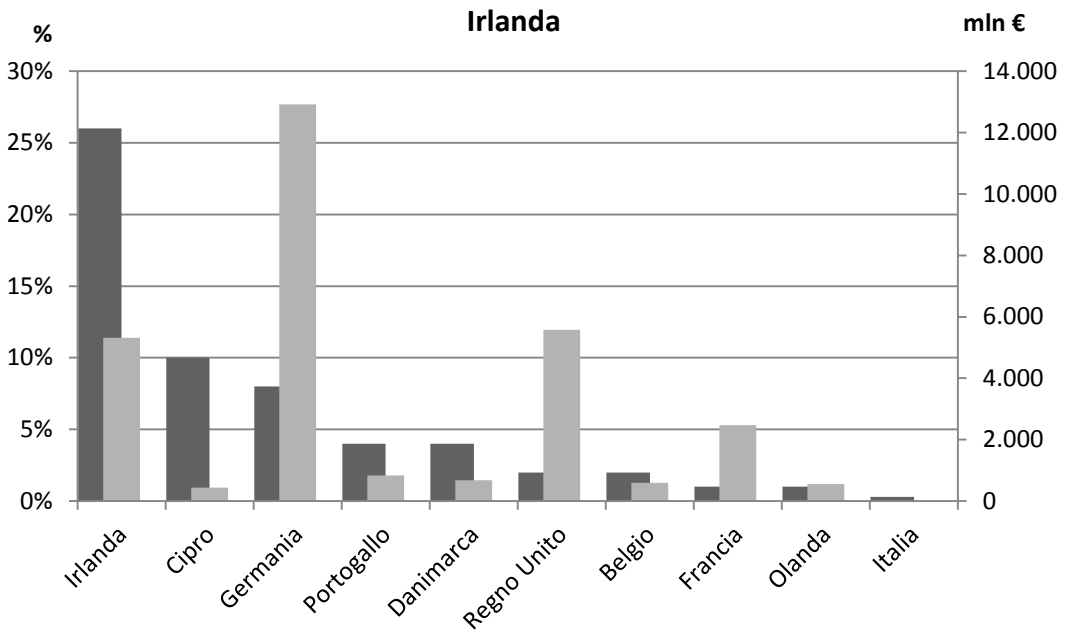
[127] Dati OECD riferiti al 2010.
[128] Si tratta della componente principale del capitale, costituita dalle riserve e dal capitale azionario e detta Tier 1.

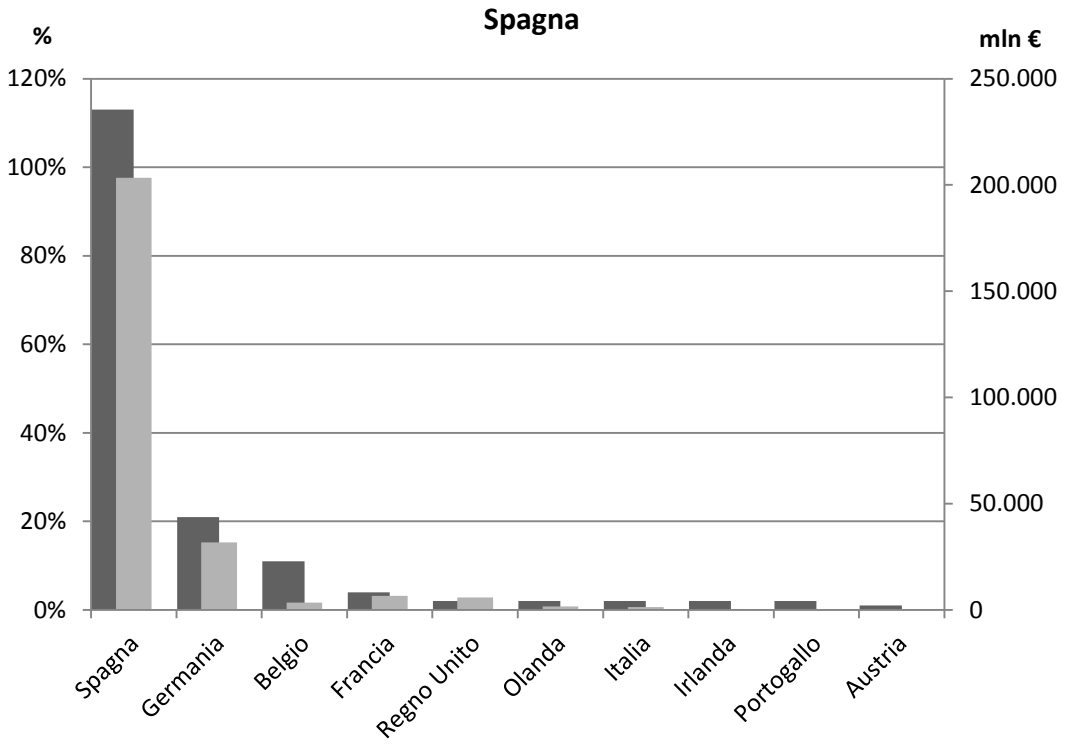
indice, e dunque a prescindere dall'ammontare di titoli pubblici detenuti in termini assoluti, osserviamo che ciascun settore finanziario nazionale risulta maggiormente esposto ai titoli del debito pubblico del proprio paese.

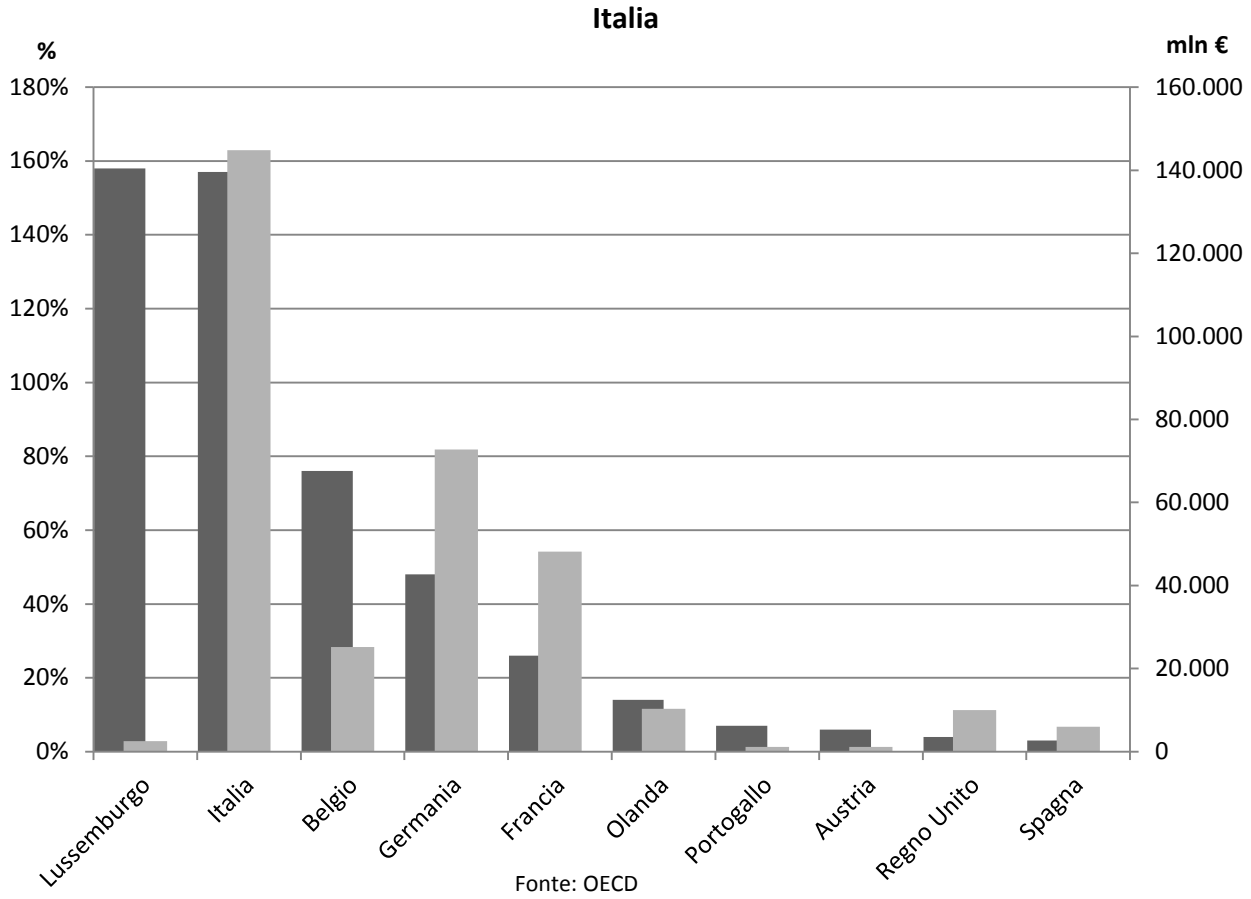
Esposizione del sistema bancario (sulle ascisse) al debito pubblico dei seguenti paesi:






Irlanda
%
mln €
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
14.000
12.000
10.000
8.000
6.000
4.000
2.000
0
Irlanda
Cipro
Germania
Portogallo
Danimarca
Regno Unito
Belgio
Francia
Olanda
Italia

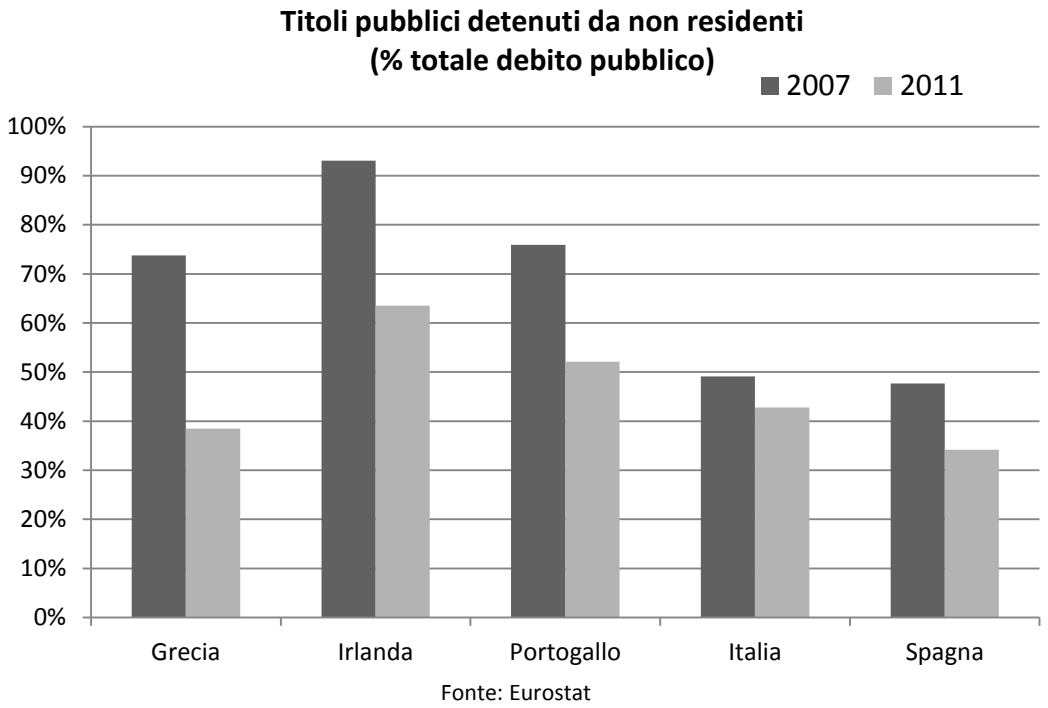

Spagna
%
mln €
120%
100%
80%
60%
40%
20%
0%
250.000
200.000
150.000
100.000
50.000
0
Spagna
Germania
Belgio
Francia
Regno Unito
Olanda
Italia
Irlanda
Portogallo
Austria



Possiamo dunque immaginare che le banche private abbiano tentato di sostenere, per quanto nelle loro capacità, la domanda di titoli pubblici dei rispettivi paesi, evitando di liquidare quelli in loro possesso e, possibilmente, acquistandone sui mercati finanziari.

Questo legame tra il corso dei titoli pubblici ed il bilancio del rispettivo settore creditizio nazionale, che ha origine probabilmente nell'assetto istituzionale del modello *standard* in vigore prima dell'integrazione europea, contribuisce a nostro avviso a spiegare le dinamiche che hanno prodotto l'ampliamento degli *spread* in Europa. Grecia, Irlanda e Portogallo, ossia i primi paesi europei ad essere investiti dalla spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico, sono paesi che avevano, nel 2008, una quota di titoli del debito

pubblico detenuta all'estero superiore al 70%[129]. A prescindere dalle cause che hanno condotto i titoli del debito pubblico fuori dai confini nazionali, ragionevolmente riconducibili alla posizione del paese nei confronti dell'estero, notiamo che nel 2008 la gran parte di quei titoli era posseduta da soggetti diversi da quelli interessati a preservare il valore di mercato di quelle attività, e cioè da soggetti esteri, il cui patrimonio finanziario non sarebbe stato compromesso da una caduta nel corso dei titoli pubblici della periferia d'Europa. Ed in effetti si osserva, proprio in coincidenza con la crisi, una riduzione della quota dei titoli del debito pubblico detenuti da non residenti in tutti i paesi della periferia d'Europa:

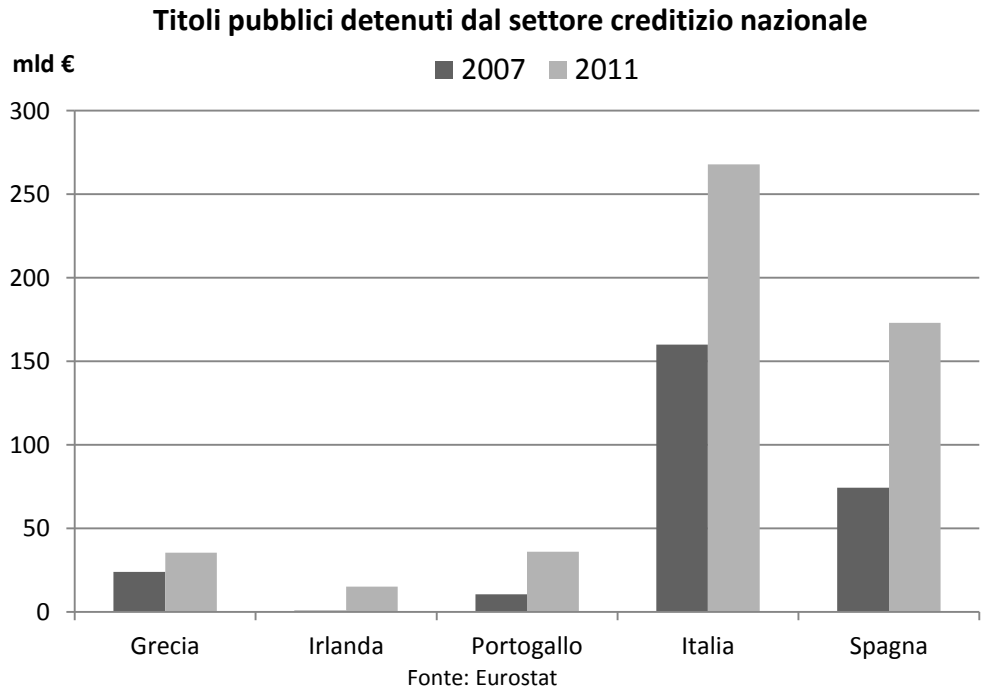


Appare dunque possibile affermare che, laddove i titoli del debito pubblico risultavano maggiormente concentrati all'interno del paese emittente, e dunque nei bilanci delle banche private nazionali, non si è realizzata quella corsa alla liquidazione dei titoli che, al contrario, ha investito tutti quei paesi i cui titoli pubblici risultavano dispersi nei mercati finanziari internazionali. Nella

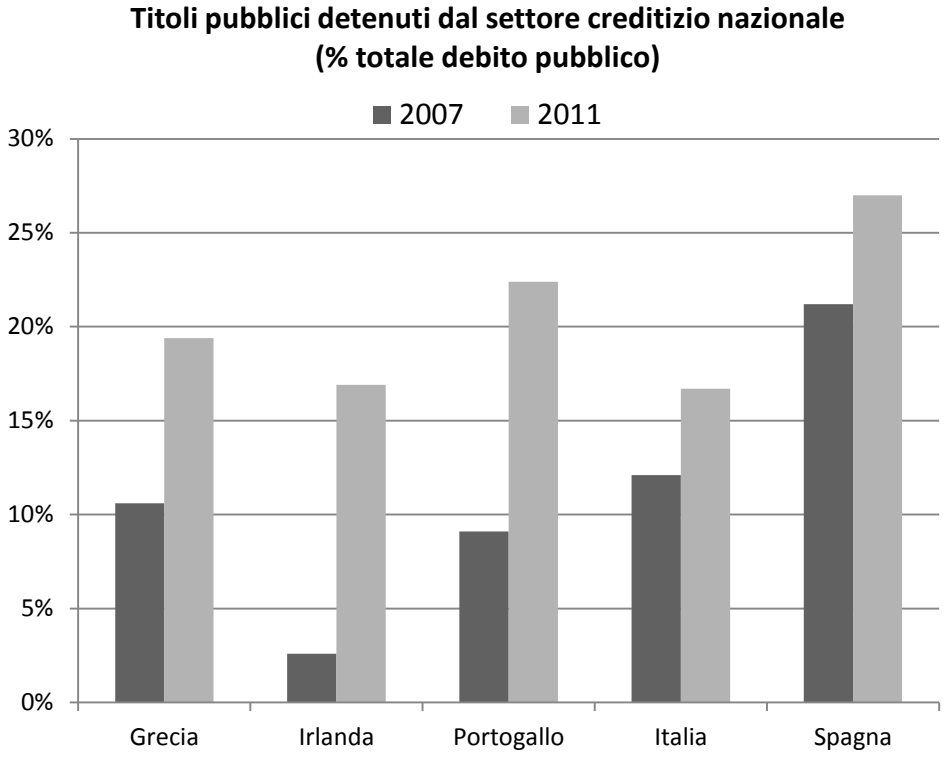
[129] Dati Eurostat.

capacità di concentrare a sé i titoli pubblici del proprio paese ha dunque trovato espressione una forma di conflitto tra i settori finanziari privati nazionali, un conflitto dove le banche della periferia d'Europa non si sono dimostrate capaci di sostenere le quotazioni delle attività finanziarie che avevano il peso più rilevante nei loro bilanci, e che dunque determinavano, in ultima istanza, i rapporti di forza all'interno dei mercati finanziari europei.

È inoltre interessante notare che questo argomento, ossia l'interesse delle banche private nazionali a sostenere il debito pubblico del proprio paese, spiegherebbe un fenomeno di cui si è molto dibattuto recentemente[130], ossia la radicale segmentazione del mercato dei titoli del debito pubblico cui si è assistito proprio a partire dall'esplosione della crisi. Si osserva, in altri termini, che – contrariamente a quanto avveniva, sulla base del modello europeo, nei primi anni di funzionamento dell'eurozona – i titoli del debito pubblico finiscono oggi per essere acquistati prevalentemente dai rispettivi settori creditizi nazionali.



[130] Con riferimento alla Grecia, la banca centrale osserva, nell'ottobre 2009: "The particularly high annual growth rates of credit to general government after January reflect the rise in domestic MFI holdings of government bonds, a development also seen in the euro area." (Bank of Greece, 2009a, p. 125, nota 13.) Si vedano anche Merler e Pisani-Ferry (2012).



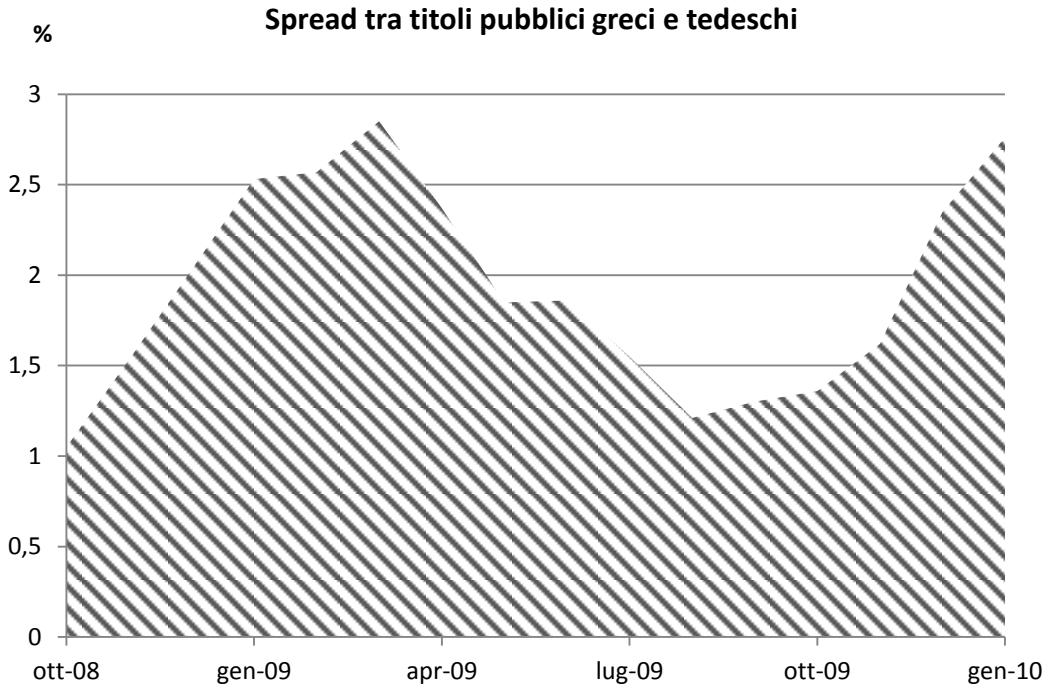
Fonte: Eurostat

Il fenomeno si spiegherebbe, alla luce di quanto osservato, proprio con lo sforzo dei settori finanziari nazionali della periferia d'Europa di sostenere la domanda di quei titoli che rappresentano una parte rilevante dei propri portafogli finanziari. Come vedremo, tale sforzo – seppur vano – può a sua volta essere spiegato con il venir meno del sostegno sistematico dell'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico di questi paesi.

5.3.2 Il ruolo dell'autorità monetaria

La dialettica tra i settori finanziari nazionali può aiutarci a spiegare la lieve differenza nella tenuta del corso dei diversi titoli del debito pubblico dell'area euro manifestatasi tra la fine del 2008 e la fine del 2009: in quell'anno, infatti, osserviamo il primo significativo incremento nello *spread* tra titoli greci e tedeschi. È altresì evidente che quell'iniziale divergenza tra i tassi di interesse sui debiti pubblici europei sembra attenuarsi dopo pochi mesi, probabilmente a

causa della ingente quantità di liquidità immessa nel sistema economico dall'autorità monetaria:



Fonte: Bank of Greece e Deutsche Bundesbank

Nell'estate del 2009 gli *spread* sembrano avviati a rientrare, a dimostrazione del forte impatto delle misure straordinarie introdotte dall'autorità monetaria europea dopo il fallimento della Lehman Brothers. Tuttavia, a distanza di pochi mesi, il rendimento sui titoli del debito pubblico greco si avvia su quella spirale che darà origine alla crisi greca: a partire dagli ultimi mesi del 2009, l'ampliamento negli *spread* tra i titoli pubblici greci e quelli tedeschi assume una portata mai sperimentata tra paesi appartenenti all'area dell'euro.

Dal momento che l'*incipit* della crisi greca si verifica un anno dopo la svolta nella politica monetaria europea, e dunque in presenza di mercati finanziari dominati dalla posizione assunta dall'Eurosistema per affrontare la crisi di liquidità del 2008, abbiamo deciso – coerentemente con l'approccio teorico adottato – di impostare l'analisi di quel fenomeno a partire dalla politica monetaria del debito pubblico realizzata in Europa in quegli anni. L'osservazione dei fatti ci impone di leggere l'ampliamento degli *spread* tra i titoli pubblici

tedeschi e greci in relazione all'impostazione di politica monetaria adottata in Europa a partire dall'ottobre 2008. Quel contesto è caratterizzato, come abbiamo spiegato nel precedente capitolo, da una politica monetaria del debito pubblico che scinde l'attività di finanziamento del settore privato svolta dall'autorità monetaria da quella di sostegno dell'indebitamento pubblico. Nell'istante in cui l'autorità monetaria europea assume un ruolo centrale nei mercati finanziari, in virtù della straordinaria quantità di liquidità introdotta nel sistema economico per fronteggiare la crisi del 2008, il particolare disegno delle sue operazioni di mercato aperto finisce per imporre un nuovo assetto di relazioni tra banca centrale, governi e settore finanziario privato. Questo processo è il risultato immediato di una scelta di politica monetaria, quella di immettere una ingente quantità di nuova base monetaria nel settore finanziario privato senza alcun 'vincolo d'impiego', quale quello implicito nel modello *standard*, che richiedeva alle banche che ottenevano prestiti di contribuire attivamente al sostegno del processo di indebitamento dei governi. La politica monetaria del debito pubblico affermata dall'Eurosistema rafforza il legame tra banca centrale e settore finanziario privato, lasciando fuori da quell'intreccio di relazioni di carattere monetario il processo di indebitamento pubblico. A differenza di quanto accadeva nel modello *standard*, infatti, nel modello europeo le banche private trovavano conveniente investire in titoli pubblici solo per dotarsi di liquidità precauzionale; quando, nel 2008, l'autorità monetaria immette nel sistema tutta la liquidità richiesta dal settore finanziario privato, le banche perdono anche quell'ultimo incentivo di carattere istituzionale a detenere titoli pubblici.

Abbiamo fin qui parlato espressamente di Eurosistema, evitando così di riferirci solo a quella Banca Centrale Europea che ne rappresenta il vertice, perché riteniamo che le banche centrali nazionali svolgano tutt'ora, proprio nella loro varietà, una rilevante funzione di politica monetaria nell'area euro. Pensiamo, in particolare, che nell'analizzare la politica monetaria del debito pubblico dell'area euro si debba necessariamente guardare, come faremo nei

due successivi capitoli, alle diverse pratiche adottate dalle banche centrali nazionali nei confronti dei rispettivi debiti pubblici. Tenteremo di argomentare che gli *spread* possono essere spiegati come espressione del fatto che l'Eurosistema è intervenuto in maniera difforme nel processo di indebitamento pubblico dei paesi europei, sostenendo il corso di alcuni titoli del debito pubblico e lasciandone altri in balia delle dinamiche di mercato. Come mostreremo, la banca centrale tedesca sembra sostenere attivamente il processo di indebitamento del proprio governo, mentre quella greca opera – a partire dal novembre 2009, ossia proprio in coincidenza con l'*incipit* della crisi – nella direzione opposta, assecondando dinamiche speculative che accrescono i costi dell'indebitamento pubblico del paese.

Capitolo VI La difesa del debito pubblico: il caso tedesco

6.1 Il sostegno dell'autorità monetaria al debito pubblico

6.1.1 Le origini delle tecniche operative adottate dalla Bundesbank

Il Rapporto Radcliffe (1959), fondamentale riferimento bibliografico in tema di politica monetaria del debito pubblico, spiega che tra i metodi storicamente impiegati dall'autorità monetaria per controllare il costo dell'indebitamento pubblico vi è la pratica di trattenere, in sede d'asta, una parte dei titoli di nuova emissione: consentendo di collocare quei titoli in un secondo momento, direttamente sul mercato secondario, questa pratica permette all'autorità monetaria di far coincidere una parte consistente delle nuove emissioni con le immissioni di liquidità nei confronti del settore creditizio, garantendo per questa via una regolare spinta al contenimento del costo del debito pubblico.

Il Rapporto illustra dunque nel dettaglio questa pratica operativa dell'autorità monetaria inglese degli anni Cinquanta. Dal momento che il governo desidera contenere entro certi limiti il costo del suo indebitamento, evita di collocare tutti i titoli in asta e può dunque decidere a quale tasso di interesse sospendere la nuova emissione:

> "Quando viene effettuata un'emissione si invita il pubblico ad acquistare i titoli; non ci si aspetta tuttavia che esso ne sottoscrive subito l'intero ammontare; la parte non sottoscritta viene assunta dai Departments, cioè in pratica dallo Issue Department della Banca d'Inghilterra." (Rapporto Radcliffe, 1959, p. 55.)

In pratica, nel sistema monetario inglese degli anni Cinquanta esisteva un particolare assetto istituzionale grazie al quale l'autorità monetaria consentiva al governo di sospendere una certa quota delle nuove emissioni dei titoli del debito pubblico, in modo tale da poter poi procedere a collocare quei titoli entro diverse condizioni di mercato:

> "La parte non collocata viene gradualmente venduta dallo Issue Department sul mercato attraverso il Broker dello Stato nelle settimane e nei mesi successivi, alla quotazione del giorno di vendita. […] Sebbene le emissioni effettive di titoli non siano continue, il suddetto procedimento di vendita crea un meccanismo in base al quale le autorità si procurano ininterrottamente, tramite il mercato dei valori pubblici, i fondi che il pubblico è disposto a prestare allo Stato. Esso fornisce nel contempo alle autorità un valido mezzo per influire sul rendimento e sul prezzo di mercato dei titoli pubblici." (Rapporto Radcliffe, 1959, pp. 55-56.)

Dunque l'autorità monetaria ha sempre sostenuto il processo di indebitamento pubblico non solo tramite l'acquisto, diretto o indiretto, dei titoli pubblici, ma anche e soprattutto attraverso pratiche operative legate al processo stesso di emissione dei titoli del debito pubblico, il cui svolgimento determina in misura significativa le condizioni di quel debito. Come scrive il Rapporto, "il procedimento di collocare titoli in via continuativa in realtà diluisce il processo di emissione lungo un certo periodo di mesi"[131]: sottraendo regolarmente una quota delle nuove emissioni, l'autorità monetaria poteva coordinare, nel tempo, il collocamento dei nuovi titoli pubblici sul mercato con le altre misure di politica monetaria, e dunque poteva fare in modo di amministrare, con il tasso di interesse che imponeva ai mercati finanziari, anche il costo dell'indebitamento pubblico.

Tale metodo – come si evince dal Rapporto Radcliffe – rappresenta una pratica operativa che ha sempre caratterizzato l'operato dell'autorità monetaria,

[131] Cfr. Rapporto Radcliffe (1959), p. 57

costituendo uno degli strumenti principali di sostegno della banca centrale al processo di indebitamento pubblico:

> "Questo sistema è stato ora sviluppato a un punto tale che, sebbene le autorità vedano con piacere le sottoscrizioni per contanti di nuove emissioni da parte del pubblico […], hanno tenuto soprattutto presente la necessità di mantenere un'adeguata quantità di titoli disponibili per la vendita presso lo Issue Department." (Rapporto Radcliffe, 1959, p. 56.)

Nel nostro studio sulla politica monetaria europea del debito pubblico mostreremo che tale pratica ha caratterizzato l'operato della banca centrale tedesca[132] consentendole, negli anni della crisi, di evitare accuratamente che i titoli di nuova emissione venissero sottoscritti a tassi di interesse troppo alti.

6.1.2 I titoli pubblici tedeschi trattenuti all'emissione

Per illustrare le sue modalità operative e gli effetti della tecnica operativa praticata dalla Bundesbank in sostegno del debito pubblico tedesco riteniamo utile guardare alla sua concreta articolazione, ben esemplificata da un'asta di titoli pubblici tedeschi del novembre 2011 che, svolta mentre la crisi si estendeva a diversi paesi dell'area euro, ha sollevato un piccolo ma interessante dibattito.

Il dibattito prende spunto dai dettagli presenti nel resoconto ufficiale della procedura d'asta[133], laddove si comunica che sono stati emessi tutti i 6 miliardi di euro di titoli inizialmente previsti dal governo, ma al contempo si afferma che – di questi – solamente 3,6 sono stati collocati presso investitori privati. Si tratta dunque di capire esattamente cosa è successo a quei 2,4 miliardi di euro di titoli residui, che sono stati dichiarati emessi, ma non sono stati sottoscritti dai partecipanti all'asta.

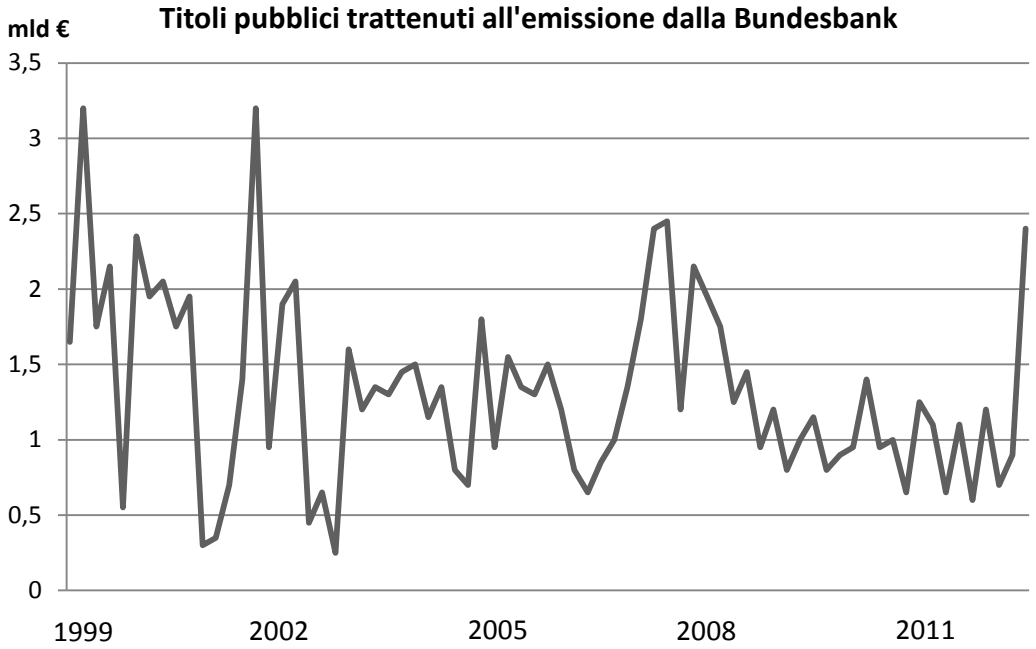
Il resoconto ufficiale dell'asta definisce quella particolare quota dell'emissione come "Ammontare messo da parte per operazioni sul mercato

[132] Si veda Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur (2007).
[133] Cfr. Deutsche Bundesbank (2011b).

secondario". Dunque il 40% dei titoli emessi è stato trattenuto con lo scopo di essere successivamente venduto sul mercato secondario: una quota consistente dei titoli è stata, in altri termini, emessa ma non collocata presso gli investitori privati. Una simile operazione sembra possibile solamente qualora si ammetta l'intervento della Bundesbank, che avrebbe sottoscritto una parte della nuova emissione – come suggeriscono numerosi commentatori[134]. Ciò significherebbe che la Germania opera al di fuori delle regole comuni dell'eurozona[135], ossia in deroga a quegli stessi principi che hanno impedito, ad esempio, alla Banca di Grecia di intervenire a sostegno dei titoli pubblici ellenici a partire dal novembre 2009. L'eccezione tedesca alle regole europee sull'emissione di titoli del debito pubblico appare ancora più significativa se si considera che la pratica di trattenere una quota (anche consistente) dell'emissione "per operazioni sul mercato secondario" non costituisce affatto un'anomalia nelle ordinarie operazioni di collocamento dei *bund*, ma ne rappresenta piuttosto il regolare funzionamento. Come illustrato dal seguente grafico, la Germania trattiene regolarmente una quota delle emissioni:

[134] Alesina e Giavazzi (2011) affermano che "l'asta dei Bund è stata sottoscritta solo grazie alla Bundesbank che ha acquistato il 40% dei titoli offerti da Berlino." Bufacchi (2011a) sostiene che: "va scartata la maxi-quota, pari al 39% dei 6 miliardi, che è stata sottoscritta dalla Buba [Bundesbank] per essere rivenduta sul secondario per via del peculiare meccanismo usato fin dagli anni 70 nelle aste dei titoli di Stato tedeschi." Quadrio Curzio (2011) commenta che "senza l'intervento della Bundesbank poteva andare anche peggio". Tabellini (2011) afferma che: "la Bundesbank di fatto continua ad agire come prestatore di ultima istanza quanto meno in via temporanea nei confronti dello Stato tedesco. I titoli non venduti in asta infatti sono stati assorbiti dalla Bundesbank, che da sempre svolge questo ruolo per garantire la liquidità dei titoli tedeschi."

[135] "La banca centrale tedesca ha subito assorbito tutti i titoli invenduti. È esattamente ciò che la Bundesbank stessa non vuole che la BCE faccia con Italia e Spagna. [...] ha comprato direttamente dal governo, un comportamento in apparenza illegale ai termini del trattato: finanziamento monetario del deficit." (Fubini, 2011.)



Fonte: Deutsche Bundesbank

Cercheremo di dimostrare che la Bundesbank sostiene attivamente il collocamento dei titoli pubblici tedeschi, senza però ricorrere alla sottoscrizione degli stessi, ma articolando il proprio intervento in modo tale da praticare di fatto il finanziamento indiretto del debito pubblico tedesco.

Anzitutto vediamo come sia possibile che un titolo pubblico venga emesso, ma non collocato. Precisiamo innanzitutto cosa si intende per collocamento: un titolo si definisce collocato quando viene sottoscritto per la prima volta. L'ufficio governativo responsabile dell'emissione dei titoli del debito pubblico tedesco è l'Agenzia per il debito (*Finanzagentur*), la quale gestisce le procedure d'asta e poi trattiene i titoli non collocati presso quella platea di investitori privati che hanno l'accesso riservato al mercato primario, platea costituita da una quarantina di banche e società finanziarie tedesche ed internazionali. L'idea, suggerita da molti commentatori, che i titoli non collocati vengano di fatto sottoscritti dalla banca centrale tedesca è stata immediatamente contestata, poiché sembra scaturire da una errata interpretazione del particolare ruolo svolto da quest'ultima all'interno del processo di emissione dei titoli. Come vedremo, sebbene sia effettivamente

possibile confutare la tesi secondo cui la Bundesbank sottoscrive i titoli pubblici tedeschi direttamente sul mercato primario, la banca centrale tedesca può contare su altri e diversi canali per intervenire sul corso dei titoli di nuova emissione, con risultati assolutamente equivalenti all'azione diretta sul mercato primario.

La Bundesbank agisce per conto dell'Agenzia per il debito tedesca in qualità di "banca custode e non di prestatore di ultima istanza", come sostiene Bufacchi (2011b): i titoli trattenuti risultano in sostanza congelati presso la banca centrale tedesca, senza che questa corrisponda al governo alcuna somma di denaro in cambio, ossia senza che quei titoli risultino effettivamente sottoscritti. Spiega ancora la Bufacchi: "L`agenzia del debito tedesco riprende poi quei titoli invenduti e li ricolloca in *tranche* sul secondario, nell`arco di qualche giorno o in casi di mercati ostici di qualche settimana." Dunque sembra, a prima vista, che la Germania non stia procedendo alla cosiddetta 'monetizzazione' del debito pubblico. A confermare questa interpretazione interviene anche la prestigiosa rivista *The Economist*, che affida la soluzione al dilemma alle parole di un rappresentate della PIMCO, una delle più importanti società private di investimento a livello internazionale:

> "La *Finanzagentur* ha emesso solamente 3,6 miliardi in cambio di liquidità. Loro hanno collocato 3,6 miliardi sul mercato ed hanno trattenuto 2,4 miliardi sui loro libri contabili. In futuro potranno vendere l'ammontare trattenuto sul mercato secondario, ottenendo la corrispondente liquidità. Potreste aver letto che la Bundesbank ha acquistato la quota dell'emissione che non è stata collocata in asta; ciò non è corretto. La Bundesbank non sta finanziando la Germania; opera semplicemente come un'agenzia per la *Finanzagentur*." (Pagani, 2011.)

Queste interpretazioni della pratica operativa dell'autorità monetaria ci confermano, comunque, che il ruolo svolto dalla Bundesbank coincide con quello descritto dal Rapporto Radcliffe con riferimento alla Banca d'Inghilterra: con una

terminologia efficace, il Rapporto parla esplicitamente della banca centrale come "*broker* dello Stato", ossia come l'interfaccia tra il governo ed i mercati finanziari. Questa posizione dell'autorità monetaria deve però essere letta contestualmente all'insieme di strumenti che consentono alla banca centrale di esercitare il suo governo dei mercati monetari.

6.1.3 Il coordinamento tra governo tedesco ed autorità monetaria

La pratica dell'Agenzia tedesca per il debito consistente nel trattenere una quota dell'emissione viene dunque presentata, molto semplicemente, come un metodo per procrastinare il collocamento di quei titoli, in attesa di più favorevoli condizioni sui mercati finanziari; come se quelle condizioni non dipendessero, in misura determinante, dalla politica monetaria della stessa Bundesbank. Ancora Bufacchi ammetteva che, "in casi di mercati ostici", il collocamento dei nuovi titoli sarebbe stato ritardato considerevolmente. Ma allora la discussione deve concentrarsi sulle circostanze che determinano mercati più o meno ostici: se ammettiamo, coerentemente con la cornice teorica adottata, che le condizioni del mercato monetario sono esse stesse determinate da fattori istituzionali, ed in primo luogo proprio dal ruolo dell'autorità monetaria, allora possiamo considerare la posizione della Bundesbank in termini differenti.

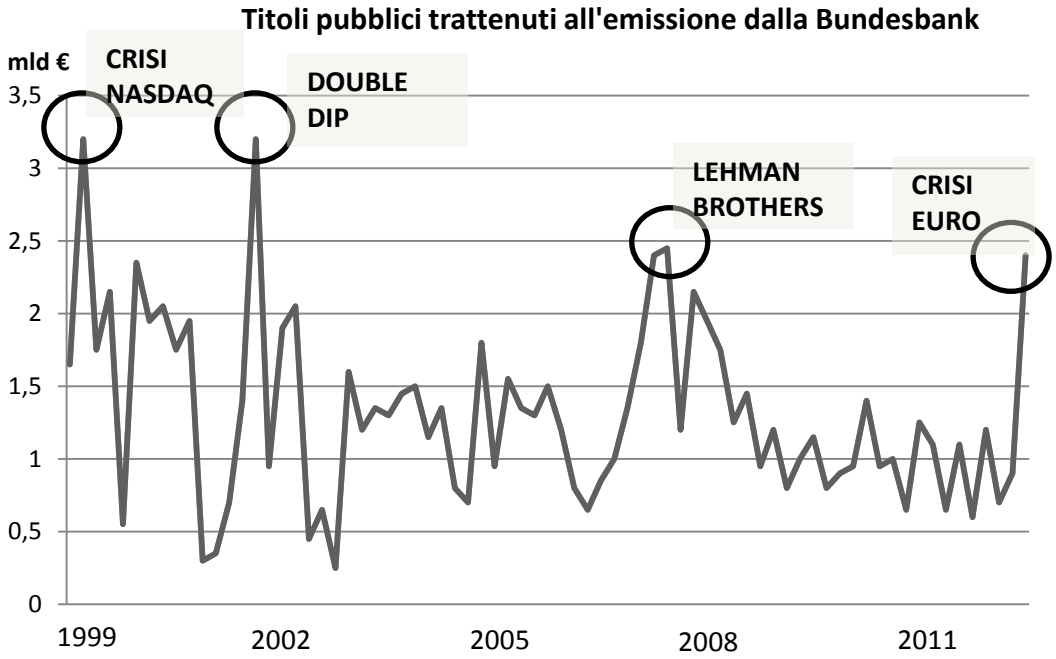
Appare possibile studiare la funzione del *broker* dello Stato contestualmente al ruolo che la banca centrale ha avuto nell'orientare i tassi di interesse sui mercati finanziari, in modo da far emergere tutta la rilevanza che assume la possibilità di procrastinare il collocamento dei titoli pubblici. Proveremo, in altri termini, a dimostrare che la banca centrale tedesca ha operato in modo tale da far coincidere il collocamento dei titoli pubblici tedeschi con le sue più rilevanti immissioni di liquidità, garantendo per questa via limitatissimi costi di indebitamento al governo. Questa pratica operativa trova il suo fondamento, come mostreremo, proprio nella possibilità di trattenere, in sede di emissione di nuovi titoli, una certa percentuale di obbligazioni pubbliche.

Per questa ragione tale possibilità assume una importanza primaria nella politica monetaria del debito pubblico: una volta ripristinato un qualche legame indiretto tra governo e banca centrale, infatti, il corso dei titoli pubblici può essere sostenuto attivamente dall'autorità monetaria, senza bisogno di alcuna monetizzazione diretta del debito pubblico, come già ci dimostrava l'ordinario funzionamento del modello *standard*.

La struttura istituzionale conferita generalmente agli odierni processi di emissione dei titoli del debito pubblico si fonda su una netta distinzione tra il mercato primario, dove i governi collocano i titoli di nuova emissione, ed il mercato secondario, dove i titoli già emessi possono essere liberamente scambiati. Alla luce di quanto detto circa la pratica – operata negli anni dalla Germania – di destinare una quota rilevante delle emissioni ad operazioni sul mercato secondario, risulta evidente che, quando consideriamo il mercato dei titoli pubblici tedeschi, la distinzione tra mercato primario e mercato secondario si fa quantomeno labile: tramite la quota di titoli di nuova emissione regolarmente trattenuta dall'Agenzia del debito, infatti, la Germania è in grado di collocare i propri titoli del debito pubblico direttamente sul mercato secondario. Ciò è rilevante perché se il mercato primario dei titoli pubblici è esplicitamente riservato ad un gruppo di investitori privati, sul mercato secondario operano, accanto agli investitori privati, anche le banche centrali dei paesi membri: direttamente, quando acquistano titoli del debito pubblico, ma anche e soprattutto indirettamente, quando – attraverso le operazioni di mercato aperto – immettono liquidità verso il settore finanziario privato. Questo significa che il tasso di interesse che si determina sul mercato primario può essere spinto al rialzo da una carenza di domanda di titoli che sul mercato secondario può essere contrastata dall'azione della banca centrale: sul mercato primario, dove non operano le banche centrali, può sussistere una situazione di eccesso di offerta di titoli che conduce ad un rialzo nei tassi di interesse, quale quello osservato in Grecia nei primi mesi del 2010, mentre sul mercato secondario l'intervento della banca centrale ha il potere di creare, direttamente o indirettamente, tutta la

domanda necessaria a spingere al ribasso il rendimento dei titoli pubblici. In questo senso, Bufacchi (2011b) ha correttamente intuito che "[l]'obbligo di «collocare tutto» spinge i tassi [al rialzo]", e noi argomenteremo che la possibilità di non collocare immediatamente tutti i titoli di nuova emissione, di cui gode la Germania, consente al contrario di contenere il costo del debito pubblico.

Se torniamo al grafico precedente, possiamo osservare come i picchi negli interventi della Bundesbank in sostegno dei titoli pubblici tedeschi si realizzino esattamente in coincidenza con i momenti di maggiore difficoltà dei mercati finanziari internazionali:



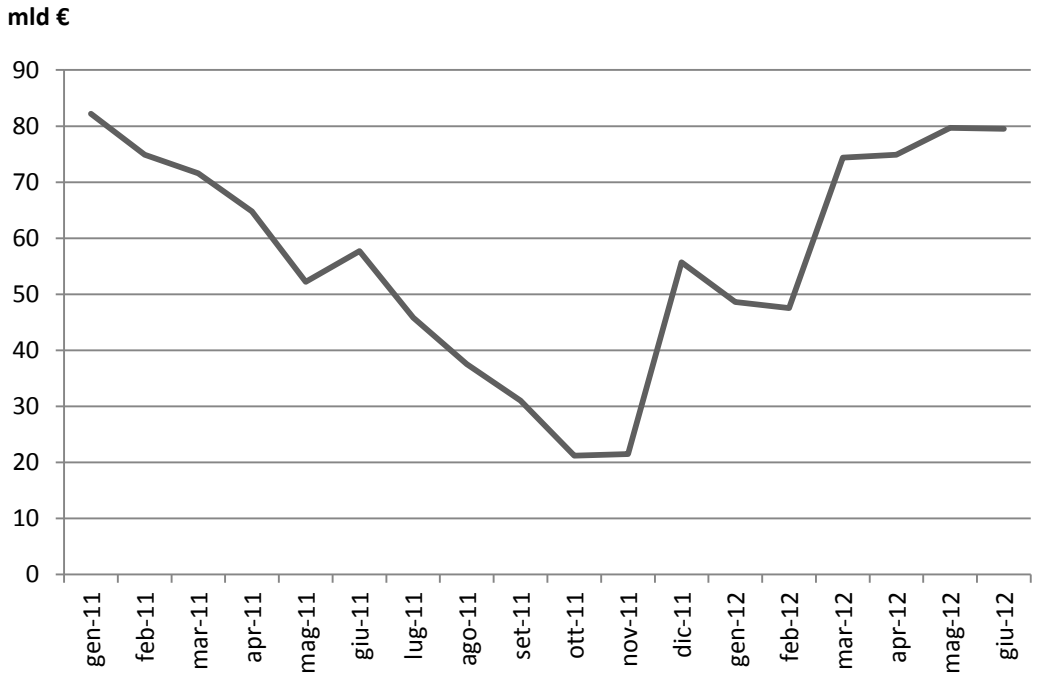
Fonte: Deutsche Bundesbank

Se la banca centrale prende in custodia i titoli pubblici di nuova emissione nei momenti di crisi di liquidità, proprio quando le banche private vendono in massa le attività finanziarie spingendone al ribasso le quotazioni, evita che quel ribasso si rifletta nei tassi di interesse pagati dal governo sul suo debito.

Al tempo stesso, la possibilità di emettere poi quei titoli in coincidenza con le immissioni di liquidità periodicamente operate dall'autorità monetaria garantisce una spinta al rialzo sulle quotazioni dei titoli pubblici del paese. A tal

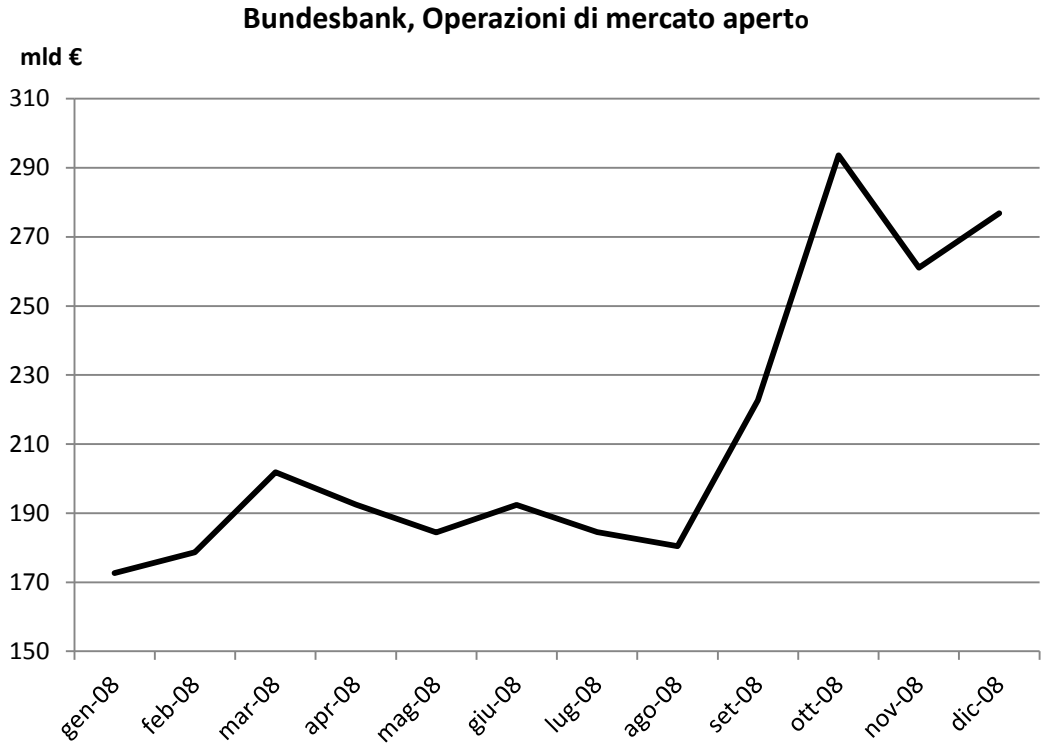
proposito, è interessante notare che la discussa asta del novembre 2011 si è svolta proprio mentre le operazioni di mercato aperto della banca centrale tedesca raggiungevano un punto di minimo. Esattamente a partire dal mese successivo, l'autorità monetaria tedesca immetterà nel settore finanziario nazionale una significativa quantità di nuova moneta, tamponando la crisi di liquidità delle banche e dunque spingendo al ribasso i tassi di interesse:

Bundesbank, Operazioni di mercato aperto



Fonte: Deutsche Bundesbank

Pertanto la banca centrale tedesca trattiene i titoli pubblici di nuova emissione nei momenti di crisi di liquidità e poi li offre sul mercato in coincidenza con l'immissione di grandi quantità di moneta. Tale dinamica appare tutt'altro che casuale, dal momento che osserviamo una simile coincidenza anche in corrispondenza del fallimento della Lehman Brothers, quando la crisi di liquidità irrompe nei mercati finanziari europei e spinge l'autorità monetaria a praticare, nei mesi successivi, le misure illustrate di *quantitative easing*:



Fonte: Deutsche Bundesbank

Appare dunque evidente che il governo tedesco opera in stretto coordinamento con l'autorità monetaria, provvedendo a congelare le emissioni di titoli pubblici che si realizzano in prossimità di una nuova immissione di liquidità da parte della banca centrale, in modo tale da sfruttare appieno l'influenza esercitata, tramite le operazioni di mercato aperto, dall'autorità monetaria sulle condizioni dei mercati finanziari. La particolare struttura istituzionale del processo di emissione dei titoli pubblici tedeschi sopprime di fatto la distinzione tra mercato primario e mercato secondario, ripristinando in Germania quel legame indiretto[136] tra banca centrale e governo che, caratteristico del modello *standard*, appariva fortemente marginalizzato nel modello europeo.

Il complesso meccanismo di emissione dei titoli pubblici appena descritto consente alla Germania di proporre, in asta, un tasso dell'interesse molto basso, come avvenuto il 23 novembre 2011: se gli investitori privati si rifiutano di

[136] Perché passa per le operazioni di mercato aperto, dunque per il settore creditizio.

sottoscrivere i titoli del debito pubblico tedesco a quei tassi, giudicati poco remunerativi, il governo trattiene la quota dell'emissione non collocata e procede, successivamente, al collocamento di quei titoli sul mercato secondario, dove l'azione della banca centrale è in grado di orientare i livelli del tasso dell'interesse.

Alla luce di quanto illustrato fin qui, il processo di indebitamento pubblico si configura come un vero e proprio momento negoziale, in cui l'autorità monetaria gestisce una tensione distributiva tra il debitore pubblico ed i creditori privati. L'analisi dell'emissione di titoli pubblici tedeschi ci ha mostrato chiaramente che, pure nel modello europeo, l'autorità monetaria può impedire al settore finanziario privato di esercitare una pressione eccessiva sui tassi dell'interesse pagati dal governo. Da questo punto di vista, la differenza tra modello *standard* e modello europeo appare tutta concentrata nel meccanismo tramite cui opera l'autorità monetaria: nel primo caso, si tratta di un meccanismo automatico, che agisce sistematicamente quando la banca centrale finanzia il settore privato, mentre nel modello europeo la banca centrale è costretta ad intervenire direttamente, sottraendo i titoli pubblici di nuova emissione alle dinamiche dei mercati finanziari e collocandoli solo in corrispondenza delle sue immissioni di liquidità, dunque in condizioni di tassi di interesse decrescenti. Tale differenza tra un meccanismo automatico ed uno discrezionale appare fondamentale nel particolare contesto istituzionale europeo: l'Eurosistema, che articola i suoi interventi attraverso le banche centrali nazionali, può infatti decidere di intervenire a sostegno del corso dei titoli pubblici di alcuni paesi dell'area euro e non di altri, mentre entro le meccaniche del modello *standard* sarebbe stato costretto, per così dire, a sostenere nella stessa misura tutto il debito pubblico dell'area monetaria integrata.

È bene precisare che il sostegno, seppur indiretto, garantito ai titoli pubblici tedeschi dall'autorità monetaria deve essere interpretato non tanto e non solo come una rigidità imposta dalle istituzioni ad una dinamica di mercato. Più precisamente, all'interno del quadro teorico in cui ci muoviamo, le dinamiche

del mercato monetario rispondono esse stesse a logiche di natura politico-istituzionale, e dunque la posizione dell'autorità monetaria finisce per esercitare, in virtù dei poteri che le sono riconosciuti, una funzione di persuasione e di vero e proprio governo all'interno dei mercati finanziari. Per queste ragioni, il sostegno garantito dall'autorità monetaria al processo di indebitamente pubblico tedesco segnala chiaramente ai mercati finanziari che quella particolare attività gode di una posizione privilegiata: questo segnale si traduce in un rischio di deprezzamento nullo associato dai mercati a quelle particolari attività finanziarie, e per questo motivo si accompagna ad un incremento della loro domanda, senza bisogno che la banca centrale sia costretta a difenderne continuamente il corso. Alla stessa maniera, come illustreremo più avanti, la spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico greco potrà essere spiegata sulla base di un segnale opposto mandato dall'autorità monetaria ai mercati finanziari.

6.2 Il condizionamento "interno" delle dinamiche di mercato

6.2.1 Il ruolo del settore creditizio in sede d'asta

A riprova di quanto osservato fino ad ora circa la natura puramente storico-istituzionale delle circostanze che determinano il tasso di interesse dei titoli pubblici, possiamo approfondire l'analisi del processo di indebitamento pubblico della Germania per mostrare che esso poggia, oltre che sul sostegno indiretto assicurato dall'autorità monetaria, che svolge senz'altro il ruolo più rilevante, anche su di un sostegno diretto, che si esprime cioè in sede d'asta e trae origine dai particolari equilibri istituzionali che governano il settore finanziario tedesco ed europeo.

Da un lato, abbiamo mostrato che la banca centrale tedesca ha difeso attivamente i titoli del debito pubblico della Germania, sottraendoli alle fasi caratterizzate da una scarsa domanda di attività finanziarie e collocandoli in coincidenza con le spinte alla domanda indotte dalla stessa autorità monetaria. Tuttavia, la Germania è riuscita a collocare una certa quantità di titoli pubblici di

nuova emissione a tassi molto bassi pure in condizioni di mercato avverse, durante le più profonde crisi di liquidità che hanno colpito i mercati finanziari internazionali ed europei, a prescindere dall'intervento dell'autorità monetaria. Nel caso dell'asta del novembre 2011 che abbiamo studiato, ad esempio, mentre la banca centrale sottraeva ai movimenti di mercato circa 2,4 miliardi di euro di titoli pubblici tedeschi, il governo ne ha comunque collocati 3,6 miliardi di euro[137]. Ed è interessante notare che la Germania ha potuto collocare quei titoli a tassi inferiori al 2% mentre altri paesi europei, e non solo la Grecia, erano costretti ad offrire ai sottoscrittori del debito pubblico tassi significativamente maggiori, superiori al 3,5% in Austria ed in Francia e addirittura sopra al 6,5% in Spagna ed Italia. Questo significa che, oltre al sostegno attivo della banca centrale, il governo tedesco esercita un qualche condizionamento "interno" delle dinamiche di mercato, nel senso che è in grado di influenzare le scelte di una parte di quel settore creditizio da cui dipende la propensione dei mercati a sottoscrivere il debito pubblico tedesco pure a tassi contenuti.

Tornando all'asta dei titoli tedeschi del novembre 2011, possiamo studiare nel dettaglio il suo esito per tentare di capire come si articoli questo condizionamento interno dei mercati finanziari tedeschi. Come mostreremo in questa sezione, la Germania ha potuto mantenere bassi tassi di interesse negli anni della crisi finanziaria anche grazie al sostegno diretto, in sede di emissione del debito, di un nutrito gruppo di istituzioni creditizie. Non disponiamo dei dati che sarebbero necessari ad individuare puntualmente questo segmento del settore finanziario che sostiene attivamente il processo di indebitamento pubblico, ma saremo in grado di elaborare alcune ipotesi al riguardo. In particolare, distingueremo – sulla base di comportamenti omogenei – due gruppi di partecipanti al mercato primario dei titoli pubblici tedeschi che si caratterizzano per un atteggiamento diametralmente opposto: un primo gruppo, che partecipa alle aste offrendosi di sottoscrivere i titoli a tassi perfino inferiori a quelli proposti inizialmente dal governo, a prescindere dai tassi vigenti sui

[137] Cfr. Deutsche Bundesbank (2011b).

mercati finanziari internazionali, ed un secondo gruppo che regolarmente, anziché tentare di spingere al rialzo il tasso di interesse tramite le sue richieste, decide di non partecipare affatto a quelle aste. La radicale differenza nell'atteggiamento di questi due gruppi di istituti di credito ci consentirà di far emergere i tratti di quel conflitto distributivo che anima il funzionamento stesso dei mercati finanziari.

Cominciamo con una descrizione dettagliata dell'asta e del suo esito. Si trattava di un'emissione di 6 miliardi di euro di obbligazioni statali con scadenza decennale, offerte dalla Germania ad una cedola del 2% attraverso una procedura d'asta competitiva. Tale procedura consente ai partecipanti di presentare 'domande competitive' vincolanti, in cui devono specificare l'ammontare di titoli desiderato (in termini di valore facciale) ed il prezzo a cui sono disposti ad acquistare quei titoli (in termini di percentuale del valore facciale dei titoli). Gli investitori che pretendono un tasso di interesse diverso dalla cedola non devono far altro che indicare, nella loro 'domanda competitiva', un prezzo corrispondentemente diverso dal valore facciale dei titoli che intendono acquistare. È inoltre possibile introdurre nel sistema d'asta 'domande non competitive', parimenti vincolanti, dove si indica l'ammontare di titoli desiderato senza specificare alcun prezzo, ma accettando il prezzo medio che si determinerà nell'ambito della stessa asta.

Quando tutte le domande sono state presentate, il governo determina il prezzo più basso accettato, ossia il tasso di interesse massimo che è disposto a pagare per contrarre quei debiti e, sulla base di tale decisione, procede al collocamento dei titoli[138]. In sintesi, la procedura d'asta consente al governo di determinare un preciso tasso di interesse sulla base delle domande pervenute, ovvero dopo aver accertato la disponibilità degli investitori a sottoscrivere i titoli del debito offerti, disponibilità espressa sia in termini di quantità che in termini di prezzo. La cedola indicata inizialmente rappresenta pertanto una mera proposta

[138] I titoli vengono collocati secondo le quantità ed i prezzi indicati nelle rispettive domande: si parla per questo motivo di 'asta competitiva', in contrapposizione alle aste che collocano tutti i titoli allo stesso prezzo.

del governo, suscettibile di essere modificata (anche sensibilmente) in funzione dei prezzi offerti dagli investitori e della disponibilità del governo ad accettare tassi di interesse diversi da quello indicato dalla cedola stessa.

Il resoconto dell'asta ci dice che sono pervenute 'domande competitive' per 2,6 miliardi di euro e 'domande non competitive' per 1,3 miliardi di euro: gli investitori hanno dunque presentato, nel complesso, domande per 3,9 miliardi di euro, ovvero per un ammontare di titoli insufficiente ad assorbire l'offerta del governo tedesco, pari a 6 miliardi[139]. Sulla base di questo dato si è potuta diffondere la notizia del "fallimento"[140] dell'asta: si è ritenuto che gli investitori abbiano manifestato disinteresse verso i titoli tedeschi, generalmente considerati un investimento sicuro, anche a causa del tasso dell'interesse offerto dal governo, giudicato particolarmente basso nel contesto internazionale della crisi dell'area euro.

Cercheremo di dimostrare che, nel contesto di una procedura d'asta di titoli pubblici, una carenza di domanda assume una forma specifica, diversa da quella emersa dall'asta di *bund* del 23 novembre 2011. Dal momento che i partecipanti ad un'asta di titoli pubblici esprimono la propria domanda sia in termini di quantità desiderata che di prezzo[141], una carenza di domanda dovrebbe manifestarsi nella forma di una coda di domande che sono state rifiutate in ragione di un prezzo giudicato troppo basso dal governo. In Germania, però, questo non si è verificato, e la carenza di domanda di titoli pubblici si è manifestata sotto forma di una quantità domandata straordinariamente bassa, tanto da non coprire l'intera emissione. Tenteremo di mostrare che un gruppo di investitori ha preferito non partecipare del tutto all'asta, anziché domandare un tasso di interesse maggiore di quello proposto dal governo, nella consapevolezza che il governo tedesco ha tutti gli strumenti, precedente illustrati, per impedire spirali nel tasso dell'interesse, e dunque nella speranza di segnalare, per via del

[139] Cfr. Deutsche Bundesbank (2011b).
[140] Si vedano, al riguardo, Dobson (2011) per Bloomberg o Gongloff (2011) per il Wall Street Journal.
[141] Si veda Deutsche Bundesbank (2011a).

“vuoto di domanda” creato sul mercato primario, l’anomalia tedesca nei mercati finanziari europei.

6.2.2 La dialettica tra governo e sottoscrittori del debito pubblico

È molto probabile che numerosi investitori abbiano giudicato non soddisfacente il 2% della cedola inizialmente proposta, dati i maggiori rendimenti garantiti dai titoli pubblici degli altri paesi europei. Ciò che non è chiaro, e che ci spinge ad approfondire la questione, è la ragione che ha impedito a quegli investitori di partecipare all’asta, chiedendo un tasso dell’interesse maggiore, e li ha piuttosto spinti a non presentarsi affatto. Quel comportamento appare di difficile interpretazione, perché in contraddizione con il meccanismo stesso dell’asta, che consente ai partecipanti di esprimere la propria domanda anche in termini di tasso dell’interesse desiderato. Tali investitori avrebbero potuto richiedere, in sede d’asta, tassi di interesse ben più alti dell’iniziale 2%, senza per questo correre il rischio di dover acquistare i titoli ad un tasso ritenuto inadeguato: se il governo non avesse accettato quelle richieste, l’esito sarebbe stato identico a quello che si è effettivamente verificato. Con una sola differenza: si sarebbe constatato che le domande espresse dai mercati internazionali erano in grado di coprire l’offerta, e che il governo aveva *scelto* di non accettare una parte delle domande perché si riteneva in grado di mantenere il tasso di interesse ad un livello più basso, tramite i canali illustrati nella sezione precedente. In altri termini, il particolare atteggiamento tenuto dal gruppo di investitori che ha deciso di non partecipare all’asta ha fatto apparire un “vuoto di domanda” di titoli pubblici che, in virtù del legame tra governo tedesco ed autorità monetaria, non ha ragione di esistere, segnalando per questa via una difficoltà del debitore pubblico tedesco che non può avere luogo nel contesto istituzionale che abbiamo avuto modo di descrivere.

Per analizzare meglio l’esito di questa asta, può essere utile proporre un confronto con aste di titoli pubblici di altri paesi dell’eurozona, in modo da far risaltare la particolarità di ciò che è avvenuto in Germania. Confronteremo l’asta

di *bund* del 23 novembre 2011 con un'altra asta considerata fallimentare, quella di titoli portoghesi del 3 febbraio 2010[142], e con un'asta che non è stata giudicata tale, ossia quella di titoli greci del 13 aprile dello stesso anno[143].

Nel caso portoghese il governo ha tentato di collocare 500 milioni di euro di Buoni del Tesoro, ha ricevuto domande per 1,2 miliardi di euro ma ha deciso di collocare solamente 300 milioni di euro di titoli: i dati a nostra disposizione ci permettono di interpretare quell'apparente fallimento come una scelta precisa del governo portoghese, che ha deciso di arginare la spirale nei tassi di interesse al costo di un minor ammontare di titoli collocati sul mercato primario. Questo è il senso della procedura d'asta: il governo esercita il suo potere negoziale indicando il tasso di interesse a cui è disposto ad indebitarsi; se i mercati domandano, a quel tasso, un ammontare di titoli inferiori all'offerta, l'emissione risulterà necessariamente ridimensionata. Nel caso portoghese, l'esito di quell'asta fu il preludio alla richiesta di un prestito istituzionale: il governo portoghese è stato costretto a richiedere alle istituzioni internazionali quei prestiti che i mercati finanziari erano disposti ad erogare a tassi di interesse giudicati impraticabili dal governo stesso.

Se l'asta di titoli portoghesi ci ha mostrato che una 'carenza di domanda' si manifesta sotto forma di un rilevante ammontare di domande rifiutate, l'esempio greco ci mostra l'unico esito alternativo a quello dell'asta portoghese che risulti coerente con i meccanismi d'asta, in presenza di forti pretese da parte degli investitori. Dato il medesimo comportamento dei partecipanti, ossia domande caratterizzate da prezzi molto inferiori al valore facciale dei titoli, pur di collocare l'intera emissione, la Grecia ha visto triplicare nell'aprile 2010 il tasso di interesse corrisposto ai sottoscrittori rispetto all'asta precedente: in altre parole, il governo greco ha accettato le condizioni dettate dai mercati finanziari internazionali in sede d'asta pur di rifinanziare il debito un scadenza. Il livello dei tassi di interesse sui titoli greci è, per questa via, cresciuto talmente tanto da escludere di fatto il paese dai mercati finanziari internazionali e costringerlo,

[142] Cfr. Calcaterra (2010).
[143] Cfr. Hughes (2010).

pochi giorni dopo l'asta appena citata, a richiedere un prestito alle istituzioni europee.

Questi esempi ci dimostrano che, in sede d'asta, risulta determinante l'atteggiamento del governo, che può accettare o meno le richieste espresse dagli investitori sul mercato primario: appare chiaro, in altri termini, che la procedura d'asta non è altro che un modo particolare di gestire un complesso processo di contrattazione tra il debitore pubblico ed il settore creditizio. La Grecia ha accettato, a partire dagli ultimi mesi del 2009, le condizioni via via più onerose pretese dai mercati finanziari, trovandosi così coinvolta in una spirale nei tassi di interesse che ha costretto il governo a richiedere un prestito ad istituzioni internazionali. Il Portogallo, forse proprio alla luce di quanto stava parallelamente avvenendo in Grecia, si è risparmiato quel progressivo inasprimento dell'onere sul debito pubblico: avendo recepito il medesimo messaggio in sede d'asta, da parte del settore creditizio, ha rifiutato sul nascere le pretese degli investitori e si è rivolto immediatamente alle istituzioni internazionali.

Dobbiamo a questo punto concentrare la nostra attenzione sulla Germania, e capire come si è sviluppata la dialettica tra governo tedesco e mercati finanziari che ha luogo in sede d'asta. Da quanto illustrato fin qui appare chiaro che una reale comprensione della dinamica dell'emissione di titoli pubblici richiede che si tengano in considerazione non solo le quantità domandate, ma anche i prezzi (dunque i tassi di interesse) richiesti dai partecipanti: tutti coloro i quali hanno parlato di "asta fallita" con riferimento al caso tedesco del 23 novembre 2011 lo hanno fatto guardando esclusivamente alle quantità, ossia alla differenza tra le quantità offerte e quelle domandate. Ma se lo stesso metodo fosse stato adottato, ad esempio, per giudicare l'esito delle aste di titoli greci nell'aprile del 2010, si sarebbe dovuto parlare di una straordinaria capacità della Grecia di collocare il suo debito sui mercati finanziari, dal momento che in quelle settimane venivano domandati in sede d'asta quantità di titoli pubblici greci anche 7 volte superiori a quelle offerte, proprio mentre quel paese veniva

estromesso dal mercato del credito: quelle domande erano, ovviamente, corredate da prezzi estremamente bassi, tali da spingere a livelli inaccettabili il costo dell'indebitamento della periferia dell'eurozona. Vediamo dunque come si arricchisce il quadro interpretativo della recente asta tedesca se si introducono alcune considerazioni sui tassi di interesse richiesti dagli investitori.

Continuando a scorrere il resoconto ufficiale dell'asta tedesca del 23 novembre 2011, veniamo a sapere che il governo ha collocato presso gli investitori 3,6 miliardi di euro di titoli, ossia un ammontare inferiore alle domande complessivamente presentate, con un 'rapporto di copertura' (rapporto tra domande presentate e domande soddisfatte) pari a 1,1. Sappiamo inoltre che tutte le 'domande non competitive' sono state soddisfatte, come anche tutte le 'domande competitive' caratterizzate dal più basso prezzo accettato dal governo in sede d'asta (in altre parole non vi è stato alcun razionamento tra coloro i quali hanno richiesto i titoli al più basso prezzo che è stato accettato dal governo). Da tutte queste informazioni possiamo dedurre che, dei 2,6 miliardi di euro di domande competitive, solo 2,3 miliardi sono stati soddisfatti: 300 milioni di euro di domande competitive risultano dunque associate ad un prezzo inferiore al più basso prezzo che è stato accettato dal governo tedesco, e per questo motivo sono state rifiutate. Si tratta di un ammontare modesto, il 5% dell'emissione, dunque di domande che non avrebbero modificato, nella sostanza, la capacità del governo di collocare la totalità dell'emissione.

Per quanto riguarda i prezzi, il resoconto ufficiale ci dice solamente che il prezzo più basso accettato corrisponde al 100,01% del valore facciale dei titoli collocati, mentre il prezzo medio ponderato, che si viene a creare per effetto di domande caratterizzate da prezzi diversi, è risultato essere il 100,15% del valore facciale dei titoli complessivamente collocati, corrispondente ad un rendimento medio dell'1,98%, addirittura inferiore all'iniziale cedola del 2% – già ritenuta particolarmente bassa in quel contesto finanziario internazionale. In sintesi, sappiamo che la procedura d'asta ha consentito alla Germania di collocare i

propri titoli ad un rendimento inferiore a quello inizialmente previsto: ciò significa che le poche domande presentate erano, nella quasi totalità, corredate da prezzi uguali o superiori al valore facciale dei titoli domandati. Questo elemento ci consente di ipotizzare che il governo tedesco possa contare sul sostegno di alcuni istituti di credito che hanno accesso al mercato primario dei titoli pubblici.

In conclusione, possiamo affermare con certezza che nel caso dell'asta tedesca non abbiamo assistito ad una coda significativa di domande rifiutate, caratterizzate da tassi di interesse troppo alti per il governo, mentre nel caso portoghese quella coda era ben visibile, e nel caso greco quella coda non era presente solamente perché il governo ha accettato qualsiasi tasso dell'interesse domandato pur di rifinanziare il debito in scadenza. Alla luce di quanto detto fino ad ora, l'idea che l'asta tedesca del 23 novembre 2011 sia fallita deve essere declinata in un altro senso: quella che viene presentata come una semplice carenza di domanda per i titoli del debito pubblico tedesco deve essere riqualificata come una scelta specifica di alcuni investitori, che hanno deciso di non presentarsi all'asta piuttosto che partecipare e domandare un maggiore tasso di interesse.

6.2.3 Elementi di un conflitto distributivo nei mercati finanziari

Siamo giunti a capire che l'esito della recente asta di titoli tedeschi presenta delle particolarità che risultano in qualche modo connesse con il comportamento di due distinti gruppi di investitori, che hanno tenuto strategie diametralmente opposte: un gruppo che ha assecondato completamente gli interessi del governo, assicurandogli bassi costi di indebitamento, ed un gruppo che, nella consapevolezza che le sue richieste di maggiori interessi sarebbero state contrastate dall'intervento dell'autorità monetaria, ha preferito non partecipare del tutto all'asta. Non sappiamo come si comportino i singoli operatori nel corso di ogni asta, poiché le informazioni pubbliche sono relative alle sole grandezze aggregate; possiamo però dedurre alcune caratteristiche

specifiche del comportamento degli investitori in sede d'asta a partire dai dati a nostra disposizione, e provare a sviluppare un ragionamento sulla base di queste informazioni.

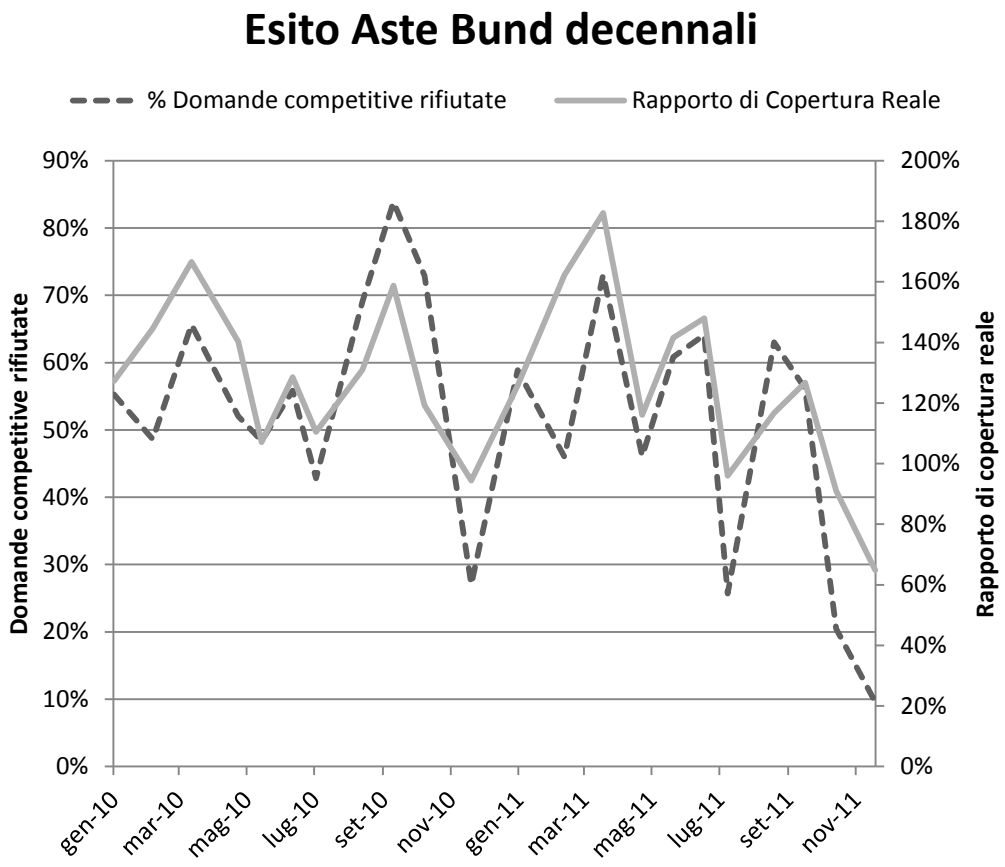
Osserviamo l'esito delle aste di titoli pubblici tedeschi decennali (dunque dello stesso tipo di quella del 23 novembre 2011) nel periodo 2010-2011. Si ricordi che stiamo studiando un vero e proprio processo di contrattazione, cosicché non riteniamo né possibile né tantomeno significativo cercare di stabilire correlazioni esatte tra le grandezze in esame, poiché il numero di variabili che contribuiscono a determinare l'esito della contrattazione è elevato, ed inoltre molte di queste hanno natura eminentemente storico-istituzionale, e dunque sono poco suscettibili di essere rappresentate in termini quantitativi; quello che cercheremo di fare sarà semplicemente individuare dei fenomeni ricorrenti, delle correlazioni che ci suggeriscano una chiave di lettura del particolare comportamento di numerosi investitori nelle aste tedesche dei titoli pubblici.

Il grafico che ora mostreremo mette a confronto la percentuale di 'domande competitive' che vengono rifiutate in sede d'asta con il 'rapporto di copertura reale', ossia il rapporto tra domande presentate e ammontare totale dell'emissione.

$$Rapporto\ di\ copertura\ reale = \frac{valore\ titoli\ domandati\ in\ sede\ d'asta}{valore\ nuova\ emissione}$$

Il confronto con la percentuale di 'domande competitive' rifiutate è utile perché ci permette di introdurre nell'analisi una variabile che, in qualche maniera, incorpora importanti considerazioni relative ai prezzi.

Nelle 22 aste di titoli decennali tedeschi osservate in quegli anni si nota una correlazione di massima tra le due grandezze studiate:



Fonte: Deutsche Bundesbank

Questo risultato potrebbe avere un'interpretazione banale: quando le domande superano di molto l'offerta, il governo deve necessariamente rifiutarne una quota significativa, mentre quando le domande scarseggiano il governo è costretto, dalla necessità di rifinanziare il debito in scadenza, ad accettarne una quota maggiore. In linea con questa semplice interpretazione, il caso portoghese ci mostra che il rifiuto di un'alta percentuale di domande costringe un paese a reperire altrove le risorse necessarie al rifinanziamento del debito pubblico, mentre il caso greco ci mostra l'altra faccia della medaglia, ovverosia il fatto che la pura necessità di reperire quelle risorse può spingere un governo ad accettare qualsiasi pretesa espressa dagli investitori in sede d'asta.

In virtù del legame indiretto tra il governo tedesco e l'autorità monetaria, però, non è possibile applicare alla Germania l'interpretazione 'banale' della correlazione emersa tra percentuale di domande rifiutate e grado di copertura

reale dell'asta. In sede di emissione di nuovi titoli, il governo tedesco mette all'asta un certo ammontare di titoli, verifica la disponibilità (sia in termini di quantità che in termini di prezzo) degli investitori a sottoscrivere quei titoli e dunque decide quale quota dell'emissione collocare sul mercato primario e quale destinare, in un secondo momento, al mercato secondario. La possibilità di collocare titoli di nuova emissione direttamente sul mercato secondario, un'eccezione all'interno dell'area euro, consente alla Germania di rifiutare tutte quelle domande che presentano un tasso dell'interesse diverso da quello che il governo è disposto a pagare. Non vi è dunque alcuna correlazione tra l'ammontare di titoli collocati sul mercato primario e la necessità di rifinanziare il debito in scadenza, poiché il paese è in grado di finanziarsi vendendo i propri titoli del debito sul mercato secondario. Il semplice fatto, illustrato nella precedente sezione, che la Germania ha sempre trattenuto un quota dell'emissione iniziale per operazioni sul mercato secondario, a prescindere dal grado di copertura reale della singola emissione, sta a documentare l'assoluta indipendenza delle scelte operate dal governo dall'ammontare di domande complessivamente presentate: non ha alcun senso stabilire, con riferimento alla Germania, una correlazione tra il grado di copertura reale e la percentuale di domande rifiutate che poggi sulla *quantità* di titoli domandati, ossia pensare che il governo rifiuti un'alta percentuale di domande quando queste superano di molto l'offerta, mentre è costretto a rifiutare solo poche domande quando queste scarseggiano.

Il nesso tra copertura reale e percentuale di domande rifiutate passa necessariamente, nel caso della Germania, per considerazioni relative ai tassi di interesse domandati dagli investitori: quando il governo tedesco decide se accettare o meno una domanda, lo fa sulla base di considerazioni fondamentalmente basate sul prezzo che accompagna quella domanda. A nostro avviso è dunque possibile interpretare la percentuale di domande rifiutate dal governo tedesco come un indice del grado di allineamento delle richieste

presentate dagli investitori sul mercato primario agli obiettivi del governo in termini di tasso di interesse.

In questa ottica, il grafico ci dice che quando le domande presentate sono in numero elevato rispetto all'ammontare offerto, si verifica una rilevante percentuale di domande rifiutate, ossia associate ad un tasso di interesse distante dagli obiettivi del governo, mentre quando le domande scarseggiano, come nel caso dell'asta analizzata, le poche che sono presentate si dimostrano sostanzialmente in linea con quegli obiettivi, poiché in quelle circostanze solo una quota minoritaria delle domande viene rifiutata in sede d'asta. In pratica è possibile riconoscere un particolare fenomeno: quando gli investitori partecipano in massa alle aste, e dunque l'ammontare richiesto supera in maniera significativa quello offerto, molti di loro richiedono un tasso di interesse più alto di quello che il governo è disposto a concedere, e dunque molte domande vengono rifiutate; al contrario, quando partecipa un numero esiguo di investitori, come nel caso del 23 novembre 2011, siamo in grado di dire che quei pochi che partecipano lo fanno con richieste che accettano, sostanzialmente, il tasso di interesse imposto dal governo, poiché osserviamo una bassissima percentuale di richieste che viene rifiutata.

Siamo così riusciti a dedurre una caratteristica di quegli investitori che non hanno partecipato all'asta più recente: si tratta di operatori che – quando partecipano – spingono al rialzo il tasso di interesse, ovvero proprio di quegli investitori che nel caso portoghese sono andati a costituire la coda di domande rifiutate. Abbiamo ottenuto questa informazione sulla base di una semplice ricorrenza: quando partecipano all'asta molti operatori, le pretese circa il tasso di interesse sono elevate (e dunque producono un'alta percentuale di domande rifiutate dal governo), mentre quando l'asta attira poche domande registra un alto numero di domande soddisfatte; possiamo dunque affermare che gli operatori che non hanno partecipato risultano omogenei dal punto di vista del tasso di interesse richiesto. Questa interpretazione è rafforzata dal fatto che, nei casi in cui le domande sono state inferiori all'ammontare di titoli emessi

(copertura reale inferiore al 100%), il meccanismo d'asta non ha mai determinato un tasso di interesse significativamente superiore a quello inizialmente proposto dal governo, e molto spesso ha addirittura spinto al ribasso il tasso rispetto al *coupon*, come nel caso dell'ultima asta. Se l'interpretazione 'banale', ossia quella basata sulle quantità, avesse senso anche nel caso tedesco, dovremmo assistere – al contrario – ad un picco nei tassi di interesse quando le domande scarseggiano, poiché il governo sarebbe costretto ad accettare le domande dalla necessità di collocare quei titoli, e non potrebbe permettersi di rifiutarle in base a considerazioni sul costo dell'indebitamento.

Abbiamo dimostrato come sia possibile identificare, sebbene in maniera approssimativa, due distinti gruppi di investitori tra i partecipanti alle aste di titoli pubblici tedeschi: un gruppo che tende ad assecondare, con le sue richieste, le offerte del governo, ed un gruppo che, al contrario, partecipa spingendo in alto il tasso di interesse oppure non partecipa affatto. Concentriamo quindi l'attenzione sulla platea di investitori che partecipa a queste aste per tentare di qualificare meglio queste due distinte categorie.

6.2.4 Le origini del condizionamento "interno"

Abbandoniamo innanzitutto la generica nozione di 'investitori', fin qui adottata, e cerchiamo di capire chi sono quegli operatori che hanno l'accesso esclusivo al mercato primario dei titoli pubblici, sia in Germania che in altri paesi dell'eurozona, in modo tale da individuare alcuni nessi tra la struttura dei diversi mercati primari ed i differenti esiti delle aste che abbiamo illustrato. L'accesso al mercato primario dei titoli pubblici è riservato, nella maggior parte dei paesi dell'eurozona, ad una ristretta cerchia di investitori, detti genericamente Operatori Primari (OP). Non è un caso che questi Operatori Primari siano detti, nel gergo della finanza, *market makers:* poiché i titoli di nuova emissione passano necessariamente per i loro bilanci, le scelte di queste banche determinano esse stesse il perimetro dei mercati finanziari entro cui i titoli sono regolarmente scambiati. Ancora una volta, emerge la natura eminentemente

istituzionale del funzionamento dei mercati finanziari, e dunque delle circostanze che contribuiscono a determinare il livello del tasso di interesse. Cerchiamo dunque di capire chi orienta il mercato dei titoli del debito pubblico in Europa, guardando alla platea degli Operatori Primari nel mercato dei titoli pubblici portoghesi, ellenici e tedeschi nel 2011. Gli OP risultano essere 17 in Portogallo[144], 22 in Grecia[145] e 38 in Germania[146]. La quota di OP nazionali sul totale è pari al 18% in Portogallo, al 22% in Grecia ed al 29% in Germania: possiamo quindi affermare che la Germania può contare, in asta, sulla partecipazione di un più ampio numero di istituti creditizi che hanno tutto l'interesse a sostenere il corso dei titoli pubblici tedeschi, dal momento che questi compongono una parte rilevante dei loro bilanci. Al contrario, paesi della periferia d'Europa come Grecia e Portogallo vedono i loro mercati dominati da una ventina di grandi banche di investimento internazionali, i cui bilanci non sono legati alla tenuta di quei titoli pubblici. Notiamo, a tal proposito, che dieci grandi banche di investimento di livello internazionale sono presenti in tutti e tre i mercati analizzati: Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche

[144] Banco Espirito Santo (SA), Barclays Bank (plc), Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (SA), BNP Paribas, Caixa Geral de Depósitos (SA), Citigroup Global Markets (ltd), Crédit Agricole, Credit Suisse International, Deutsche Bank (AG), Goldman Sachs International, HSBC France, Jefferies International (ltd), Millennium (bcp), Morgan Stanley & Co International, Société Générale, The Royal Bank of Scotland (plc). Fonte: Banco de Portugal.

[145] Alpha Bank (SA), Banca IMI (SpA), Barclays Bank (plc), BNP Paribas, Citigroup Global Markets (ltd), Credit Suisse Securities Europe (ltd), Deutsche Bank (AG), EFG Eurobank Ergasias (sa), Emporiki Bank, Goldman Sachs International, HSBC Bank (plc), Merrill Lynch International, Morgan Stanley & Co International (plc), National Bank of Greece (SA), Nomura International (plc), Piraeus Bank (SA), The Royal bank of Scotland (plc), Société Générale, UBS (ltd), Unicredit Bank (AG). Fonte: Bank of Greece.

[146] ABN AMRO Bank (nv), Banca IMI (SpA), Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (SA), Banco Santander (SA), Bankhaus Lampe KG, Barclays Bank (plc), Bayerische Landesbank, BHF-Bank Aktiengesellschaft, BNP Paribas (SA), Citigroup Global Markets (ltd), Commerzbank Aktiengesellschaft, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Credit Suisse Securities Europe (ltd), DekaBank (Deutsche Girozentrale), Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank (AG), Goldman Sachs International Bank, HSBC Trinkaus & Burkhardt (AG), ING Bank (NV), Jefferies International Limited, J.P. Morgan Securities (Ltd), Landesbank Baden-Württemberg, Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Merrill Lynch International, Mizuho International (plc), Morgan Stanley & Co. International (plc), Natixis, Nomura Bank (Deutschland) GmbH, Norddeutsche Landesbank Girozentrale, Nordea Bank Finland (plc), RBC Europe (ltd), Scotlabank Europe (plc), Société Générale (SA), State Street Bank and Trust Company, London Branch, The Royal Bank of Scotland (plc, Niederlassung Frankfurt), UBS Deutschland (AG), UniCredit Bank (AG), WestLB (AG). Fonte: Deutsche Bundesbank.

Bank, Goldman Sachs, HSBC, Morgan Stanley, Société Générale e Royal Bank of Scotland. Al contempo, otto gruppi bancari importanti sono presenti in due dei tre mercati analizzati: Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Crédit Agricole, Jefferies International, Merrill Lynch, Banca IMI, Nomura ed Unicredit.

Osserviamo infine l'assetto proprietario degli investitori presenti sui diversi mercati primari: in Grecia la sottoscrizione di titoli di nuova emissione risulta riservata ad una platea di investitori privati, in Portogallo è presente, tra gli altri investitori, anche la Cassa Generale dei Depositi, ossia la più importante banca pubblica del paese, mentre in Germania sono presenti ben sei istituti creditizi di proprietà pubblica[147]. Questo significa che la Germania, a differenza degli altri due paesi studiati, poggia le sue emissioni sul contributo di un numero significativo di banche pubbliche che, libere dall'obiettivo di conseguire profitto, possono senz'altro allinearsi alle richieste del governo e contribuire a determinare bassi costi dell'indebitamento pubblico.

Possiamo dunque concludere che le banche tedesche (sicuramente quelle pubbliche e probabilmente anche quelle private) rappresentino quel gruppo di investitori che supportano il governo tedesco in sede d'asta, domandando titoli a tassi d'interesse concordati e garantendo un limite minimo alla quantità complessivamente domandata, mentre gli altri operatori – ovvero i grandi investitori privati internazionali – decidono di volta in volta se tentare di spingere al rialzo il tasso di interesse oppure, in alternativa, assentarsi in massa (dunque in maniera coordinata) dal mercato primario, creando così quel divario tra l'ammontare di titoli complessivamente domandati e l'intera emissione che ha lasciato diffondere in tutto il mondo l'idea di una fuga dai titoli tedeschi alla fine del 2011. Tuttavia, sembra possibile ipotizzare che questo "sciopero"[148] degli

[147] Bayerische Landesbank, DekaBank (Deutsche Girozentrale), Landesbank Baden-Württemberg, Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Norddeutsche Landesbank Girozentrale, WestLB (AG).

[148] Abbiamo tratto questo termine, che allude ad un'azione coordinata di un gruppo definito di investitori, da un intervento di Buiter, nella veste di Capo Economista della grande banca di investimenti CitiGroup, durante una conferenza organizzata da una associazione di categoria che raggruppa società finanziarie internazionali. Come riportato da Hammond (2011), Buiter afferma: "*The ability of the U.S. and Japanese sovereigns to borrow at risk-free rates, despite these*

investitori internazionali abbia un qualche legame con il contesto istituzionale entro cui l'autorità monetaria tedesca difende il corso dei titoli pubblici del paese. Come illustrato dallo stesso governo tedesco, la legge che regola la specifica pratica operata dalla Germania per stabilizzare il corso dei suoi titoli pubblici "*allows for up to 10% of the outstanding volume to be retired every year from the market and replaced by other loan types without the requirement for any special announcement to be made*"[149]. La singolare scelta di alcuni grandi investitori di non presentarsi affatto all'asta, costringendo di fatto il governo a ritirare dal collocamento una quota significativa, può così essere ricondotta al tentativo di spingere il governo tedesco a raggiungere quel limite, e dunque a rinunciare al sostegno dell'autorità monetaria. Ed è interessante notare come lo "sciopero" di alcuni OP, ossia un atteggiamento conflittuale tenuto in sede di negoziazione del debito pubblico tedesco e da noi descritto in questa sezione, sia stato rilevato anche da Bufacchi (2011b), che commenta così l'esito dell'asta di titoli pubblici tedeschi: "Per consolarsi il mercato si è aggrappato alla tesi del complotto. È corsa voce che alcune banche non tedesche abbiano teso un'imboscata alla Germania nell'asta dei *bund*, facendo crollare la domanda appositamente per lanciare un monito", che secondo la giornalista del Sole 24 Ore consiste, molto vagamente, in un appello per la salvezza dell'eurozona. Nella nostra interpretazione, quello "sciopero" sembra piuttosto finalizzato ad indurre, in ultima istanza, una pressione al rialzo sui tassi dell'interesse del debito pubblico tedesco simile a quella esercitata sulla periferia d'Europa, da ottenersi conducendo – entro il contesto istituzionale che organizza il processo di indebitamento pubblico della Germania – il governo tedesco fuori dalla tutela dell'autorità monetaria.

A prescindere dalle ragioni che animano il conflitto distributivo che lambisce la Germania nel novembre 2011, e che appare perfettamente arginato dal sostegno garantito dall'autorità monetaria al governo tedesco, abbiamo

---

countries' unsustainable fiscal fundamentals, could likely end with a revolt of the bond market vigilantes, possibly as early as 2013, and will be followed by injections of fiscal pain."

[149] Cfr. Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur (2007), p. 2.

potuto osservare, nello studio della dinamica dei rendimenti dei titoli pubblici tedeschi, una serie di circostanze di carattere storico-istituzionale che hanno contribuito a determinare le condizioni favorevoli entro cui si realizza il processo di indebitamento pubblico della Germania. Dobbiamo a questo punto spostare la nostra attenzione sul caso greco, al fine di analizzare il particolare contesto entro cui è stata possibile la spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico che è all'origine della crisi che ha investito la Grecia a partire dagli ultimi mesi del 2009.

Capitolo VII La crisi greca come stato di eccezione

7.1 Autorità monetaria e dinamiche speculative

7.1.1 Una premessa allo studio del caso greco

Il fenomeno che ci apprestiamo ad analizzare è quella spirale nei tassi di interesse sui titoli pubblici che si è realizzata in Grecia, a partire dal novembre 2009, tramite il crollo dei prezzi di quelle attività finanziarie verificatosi sul mercato secondario.

Tenteremo di mostrare, in primo luogo, come il crollo dei prezzi dei titoli pubblici greci sia ascrivibile ad un'operazione speculativa – che illustreremo nel dettaglio – ed, in secondo luogo, come questa attività speculativa sia stata favorita e resa sistematica dalla banca centrale nazionale (la Banca di Grecia), tramite una modifica nel funzionamento del mercato secondario dei titoli pubblici amministrato dalla stessa autorità monetaria. A prescindere dal fatto che l'autorità monetaria non ha in alcun modo sostenuto il debito pubblico greco durante quei mesi, dunque, la Banca di Grecia ha addirittura svolto un ruolo attivo nell'indurre un incremento straordinario nei costi dell'indebitamento pubblico del paese. In altri termini, il periodo in cui si realizza l'espulsione della Grecia dai mercati finanziari internazionali coincide con uno stato di eccezione nel funzionamento del mercato dei titoli pubblici greci determinato e gestito dall'autorità monetaria.

Per comprendere il nesso tra le dinamiche speculative che hanno colpito il debito pubblico greco e la politica monetaria, dobbiamo allargare il nostro sguardo ad alcuni aspetti dell'operato della banca centrale spesso ignorati dalla

letteratura economica[150]. Gli strumenti della politica monetaria comprendono, infatti, anche la definizione dei sistemi di pagamento, ossia di quei complessi meccanismi che amministrano la circolazione e la creazione della moneta, gestendo l'interazione tra banca centrale e settore creditizio privato. Cercheremo così di far emergere la dimensione di politica monetaria entro cui deve – a nostro avviso – essere interpretata la spirale nei tassi di interesse che ha spinto la Grecia fuori dai mercati finanziari internazionali, in modo da sottrarre alla mera forma di 'speculazione finanziaria' quei fenomeni che intendiamo attribuire, piuttosto, a precise scelte dell'autorità monetaria.

Dopo aver illustrato i termini essenziali del legame che sussiste tra la politica monetaria ed il funzionamento del mercato dei titoli del debito pubblico, ci concentreremo sui fatti che si trovano al centro di una serie di interrogazioni parlamentari rivolte alla Banca di Grecia da parte del Presidente della Commissione per gli Affari Economici del Parlamento Greco. Quei fatti, prontamente ripresi dal Financial Times, mostrano una autorità monetaria impegnata attivamente nell'incentivare la speculazione al ribasso sul prezzo dei titoli pubblici del proprio paese. Saremo in grado di ricostruire, sulla base dei frammenti dello scontro istituzionale tra il Parlamento Greco e la Banca di Grecia, la serie di misure introdotte dall'autorità monetaria ellenica che hanno ostacolato l'ordinario processo di indebitamento pubblico del paese, inducendo dinamiche speculative sui titoli pubblici che, a partire dal novembre 2009, hanno costretto la Grecia fuori dai mercati finanziari.

All'interno del quadro interpretativo da noi proposto, un simile atteggiamento della banca centrale nazionale appare perfettamente coerente con il più ampio contesto di politica monetaria del debito pubblico affermato dall'Eurosistema dopo il 2008, quando l'autorità monetaria europea ha posto le basi per articolare la sua attività di finanziamento del debito pubblico in maniera differenziata nei confronti dei diversi paesi dell'area euro. L'ambiente teorico adottato nella nostra analisi, inoltre, spiega il tasso di interesse sulla base delle

[150] Ciampi (2002) offre invece una visione della politica monetaria che comprende anche questi ambiti dell'operato della banca centrale.

circostanze storico-istituzionali entro cui quella variabile distributiva è contrattata: nel momento in cui le dinamiche speculative vengono tradotte, tramite l'intervento dell'autorità monetaria, in istituzioni, ovverosia in regole che governano il funzionamento del mercato del debito pubblico, assumono un ruolo rilevante nella determinazione del costo dell'indebitamento pubblico che appare coerente con la cornice teorica scelta.

7.1.2 Il meccanismo speculativo delle vendite allo scoperto

Prima di procedere, dobbiamo dotarci delle nozioni necessarie a comprendere quantomeno i contorni essenziali dei fenomeni speculativi che vogliamo indagare, attinenti all'ambito più strettamente finanziario dell'analisi economica. Sebbene esistano diversi strumenti tramite cui realizzare operazioni speculative, e ben sapendo che molti di questi sono stati effettivamente usati nel contesto della crisi greca, limiteremo i nostri ragionamenti al fenomeno delle vendite allo scoperto, ritenendolo sufficiente a far emergere il ruolo svolto dall'autorità monetaria nelle fasi più acute di quelle grandi ondate speculative che accompagnano l'evolversi dell'attuale crisi.

Chiariamo innanzitutto cosa si intende per vendita allo scoperto, o *short selling*. Sui mercati finanziari, gli operatori possono essere distinti in due categorie, sulla base delle loro aspettative circa il futuro corso dei titoli: coloro i quali si attendono un futuro rialzo dei titoli tenderanno ad acquistarli, mentre quelli che si attendono un loro ribasso possono trarre profitto dalla vendita immediata del titolo e dal suo successivo riacquisto, al futuro e più basso prezzo. È evidente che, se l'acquisto di un titolo è teoricamente praticabile da chiunque abbia la sufficiente disponibilità economica, la sua vendita, e dunque la connessa possibilità di trarre profitto dal corso negativo dello stesso, sembra riservata, per così dire, a quegli operatori che sono già in possesso del titolo di cui ci si attende un futuro deprezzamento. La vendita allo scoperto è uno dei tanti strumenti finanziari ideati per superare questo ostacolo, e dunque per ampliare (come vedremo, all'infinito) la dimensione potenziale delle posizioni ribassiste che

possono essere simultaneamente presenti sul mercato, dimensione che altrimenti sarebbe limitata dalla disponibilità di titoli in circolazione. Lo *short selling* consiste di una catena di transazioni che consente di trarre profitto dalla riduzione del prezzo di un titolo di cui non si è inizialmente in possesso. Un investitore che si attende il ribasso del prezzo di un titolo può trarre profitto da questo ribasso grazie ad una successione di transazioni: prende a prestito il titolo in questione e lo vende immediatamente, all'attuale prezzo (nell'istante in cui l'operatore vende il titolo preso a prestito risulta, appunto, "scoperto", poiché deve restituire un'attività finanziaria che non possiede più), nell'aspettativa che si verifichi un successivo deprezzamento del titolo, dal momento che il ribassista dovrà riacquistare quel titolo e restituirlo al prestatore per completare la prima transazione della catena. L'esito dell'operazione dipende dalla dinamica del prezzo del titolo: la vendita allo scoperto si traduce in un profitto qualora il prezzo si abbassi, mentre risulta in una perdita nel caso in cui l'aspettativa iniziale venga delusa, ed il prezzo del titolo aumenti.

La potenza di questo strumento, da cui dipendono le dimensioni che il fenomeno delle vendite al ribasso può assumere, risulta limitata solamente dalla disponibilità di ciascun particolare titolo: posso operare vendite allo scoperto fintantoché riesco a prendere in prestito un certo titolo sul mercato. Per superare anche questo limite, è stata ideata la pratica del cosiddetto *naked short selling*. Tale pratica trova il suo fondamento logico nell'esistenza di uno scarto temporale tra il momento della compravendita di un titolo e la sua effettiva consegna al compratore. Quando si realizza uno scambio di titoli, vengono lasciati alcuni giorni di tempo per consentire al venditore di trasferire effettivamente il titolo sul conto del compratore, e dunque per completare la transazione. Gli amministratori di ciascun mercato finanziario determinano puntualmente l'ampiezza di questo intervallo di tempo, indicando la data in cui una transazione deve essere conclusa o, alternativamente, considerata fallita; tale data, detta *settlement date*, viene indicata con il numero di giorni che la separano dalla transazione (e.g. *T+3* significa che il titolo deve essere consegnato

entro tre giorni dalla transazione). Questo lasso di tempo crea lo spazio entro cui è possibile operare vendite allo scoperto di tipo *naked*: un operatore può vendere un titolo che non possiede, e non ha nemmeno preso in prestito, poiché sarà costretto a consegnarlo effettivamente solo qualche giorno dopo l'avvenuta transazione, e potrà dunque sfruttare quel 'ritardo' per entrare in possesso del titolo dopo l'operazione di vendita, prendendolo a prestito sul mercato 'pronti contro termine'. Una volta contratto il prestito e completata l'operazione di vendita, l'operatore si aspetta che il prezzo del titolo scenda, poiché dovrà completare l'intera manovra riacquistando quel titolo che ha preso in prestito e venduto al prezzo allora vigente sui mercati. Questa operazione è possibile perché il periodo di regolamento di una normale transazione, generalmente fissato a *T+3*, è sempre maggiore della data di regolamento di una transazione 'pronti contro termine', normalmente fissata a *T+2*, ossia è maggiore del tempo che il ribassista deve attendere per ottenere in prestito il titolo che ha già venduto. Dall'intreccio tra il cosiddetto mercato *spot*, dove i titoli sono comunemente scambiati, ed il mercato pronti contro termine, dove invece possono essere solamente prestati, emerge la possibilità di effettuare delle vendite *spot* di titoli che non si possiedono, ma che vengono presi in prestito solamente per completare la transazione *spot*. Il risultato di queste operazioni di vendita allo scoperto di tipo *naked* è la possibilità di ottenere un profitto speculativo riacquistando, dopo breve tempo, il titolo che si deve restituire sul mercato pronti contro termine ad un prezzo più basso di quello a cui era stato, inizialmente, venduto sul mercato *spot*.

Il carattere straordinario di questa pratica risiede nel fatto che essa consente di estendere potenzialmente all'infinito il volume di *proposte* di vendita simultanee di un determinato titolo, poiché la quantità di quel titolo effettivamente disponibile sul mercato risulta, a questo punto, totalmente scissa dalla possibilità di proporre (sebben non di portare a termine) una vendita dello stesso. Poiché la limitata disponibilità di titoli finisce comunque per emergere quando quei titoli devono essere, effettivamente, scambiati, la pratica delle

vendite allo scoperto dà luogo, generalmente, ad un numero molto elevato di fallimenti delle transazioni (*fails* nel gergo della finanza), ossia transazioni che non possono essere concluse[151]. Tuttavia, nel momento in cui quelle transazioni sono proposte, esercitano una pressione al ribasso sul prezzo dell'attività finanziaria che è del tutto indipendente dall'esito che, pochi giorni dopo, la medesima transazione produrrà: ciò significa che lo schema delle vendite allo scoperto di tipo *naked* consente di esercitare, tramite un numero potenzialmente infinito di proposte di vendita, una pressione al ribasso di dimensioni notevoli sulle quotazioni di un particolare titolo. Fondamentalmente per questa ragione, i mercati finanziari regolamentati prevedono delle penali per gli operatori che non portano a compimento una transazione, ovvero per quei venditori che non sono in grado, entro la data di regolamento della transazione, di consegnare il titolo al compratore.

7.1.3 L'efficacia delle vendite allo scoperto in generale

La pratica delle vendite allo scoperto, esasperata nella forma del *naked short selling*, può alterare sensibilmente il funzionamento dei mercati finanziari. Difatti, come già accennato, questa pratica consente di introdurre un ammontare potenzialmente infinito di ordini di vendita di un qualsiasi titolo, con la conseguenza che il prezzo di un titolo tende a ridursi per opera delle stesse forze che stanno scommettendo su quel deprezzamento. In altre parole, una massa consistente di vendite allo scoperto può esercitare una pressione al ribasso sul prezzo del titolo venduto tale da indurre essa stessa quel deprezzamento che è all'origine del profitto speculativo. È evidente, alla luce del meccanismo appena illustrato, che l'impatto delle vendite allo scoperto sul prezzo del titolo oggetto della manovra speculativa sarà tanto maggiore quanto più ampio è l'intervallo di tempo che intercorre tra la transazione ed il suo regolamento: una data di regolamento molto lontana dal giorno della transazione consente infatti agli speculatori di effettuare una più lunga sequenza di operazioni di vendita, ossia

[151] Si vedano, al riguardo, Fleming e Garbade (2005) ed Evans *et al.* (2009).

una maggiore pressione ribassista, in modo tale da aumentare il margine di profitto che si viene a generare a fine operazione.

Tuttavia, a ben vedere, la pratica della vendita allo scoperto non sembra, di per sé, capace di condurre al risultato desiderato dai ribassisti, poiché richiede – prima o poi – la copertura della posizione debitoria, ovverosia il riacquisto del titolo originariamente venduto: così come è vero che una massa di vendite spinge al ribasso il prezzo di un titolo, la corrispondente massa di acquisti, necessaria a completare l'operazione speculativa, produrrà ragionevolmente un movimento uguale e contrario nei prezzi di quelle attività finanziarie, lasciando inalterato il prezzo medio del titolo[152]. Dunque, le vendite allo scoperto altererebbero solo temporaneamente il prezzo dei titoli, nel periodo compreso tra le vendite e la copertura della posizione, mentre non sarebbero in grado di esercitare alcuna influenza significativa sul loro prezzo medio, che dipende dal confronto tra domanda ed offerta e dunque non può essere modificato da operazioni, quali le vendite allo scoperto, che generano equivalenti flussi di offerta (prima) e domanda (poi). In questo senso, il profitto derivante da una vendita allo scoperto viene comunemente considerato come il premio per l'operatore che ha previsto, in anticipo rispetto al mercato nel suo complesso, la riduzione del prezzo medio di una attività finanziaria.

Coerentemente con quanto illustrato fino ad ora, cercheremo di dimostrare che la pratica delle vendite allo scoperto assume una configurazione molto particolare qualora sia riferita non più alla generica attività finanziaria, ma piuttosto allo specifico ambito istituzionale dei titoli del debito pubblico greco.

7.1.4 Le vendite allo scoperto di titoli pubblici

Analizzando le istituzioni che regolano il mercato dei titoli del debito pubblico greco, individueremo due aspetti rilevanti per il nostro ragionamento: la particolare architettura istituzionale del mercato primario, laddove si realizza il collocamento dei titoli di nuova emissione, da un lato, ed il nesso tra questo ed i

[152] Si vedano Culp e Heaton (2008).

prezzi che si formano sul mercato secondario, dall'altro. Come mostreremo, il mercato dei titoli pubblici greci è disegnato in modo tale da far discendere il costo dell'indebitamento pubblico dalle dinamiche che si sviluppano sui mercati finanziari, come avviene in tutti i paesi dell'area euro. Ciò che caratterizza la Grecia, sotto questo profilo, è però l'assenza di quei dispositivi che possono limitare l'influenza delle dinamiche di mercato sulle condizioni di indebitamento del governo, dispositivi che poggiano necessariamente, come mostrato dal caso tedesco, sull'intervento dell'autorità monetaria. In mancanza di simili meccanismi, la particolare struttura istituzionale del mercato dei titoli pubblici finisce per assicurare agli Operatori Primari una forza contrattuale eccessiva rispetto al debitore pubblico.

Precisiamo innanzitutto che i titoli del debito pubblico greco sono regolarmente scambiati su diversi mercati finanziari, ciascuno caratterizzato da differenti regolamenti e dunque da differenti gradi di libertà per gli operatori. Tuttavia, noi possiamo concentrare la nostra analisi su uno di questi mercati, il mercato HDAT gestito dall'autorità monetaria greca, perché – come illustreremo – le leggi che governano il processo di indebitamento pubblico del paese individuano esattamente in quel mercato il luogo di determinazione del tasso di interesse che si applica ai titoli del debito pubblico di nuova emissione, ossia quello rilevante per definire il costo dell'indebitamento pubblico. Nel parlare, genericamente, di mercato dei titoli del debito pubblico greco ci riferiremo dunque, se non diversamente specificato, al mercato HDAT.

Abbiamo già detto che il mercato primario dei titoli del debito pubblico greco è disegnato in maniera tale da riservare ad una cerchia di grandi investitori, gli Operatori Primari, l'acquisto delle nuove emissioni. Per quanto concerne il ragionamento che intendiamo sviluppare, la presenza degli Operatori Primari è rilevante in quanto sancisce l'esistenza di alcuni investitori che hanno la possibilità, garantita a determinate scadenze, di entrare in possesso dei titoli di nuova emissione: questi operatori hanno la certezza di poter acquistare, con regolarità, titoli di nuova emissione.

La seconda peculiarità del mercato dei titoli pubblici che intendiamo sottolineare è il nesso che lega mercato primario e secondario: come mostreremo dettagliatamente, il rendimento dei titoli di nuova emissione risulta determinato in funzione del prezzo dei titoli in circolazione, ovvero in base al prezzo che si determina sul mercato secondario. In altri termini, il prezzo dei titoli pubblici scambiati quotidianamente si trasmette al mercato primario, e finisce col determinare il tasso di rendimento che lo stato deve pagare sui titoli di nuova emissione. Se andiamo a leggere i regolamenti del mercato primario dei titoli pubblici greci, possiamo infatti notare come il mercato HDAT sia menzionato espressamente in due occasioni. In primo luogo si afferma che quel mercato rappresenta la fonte dei prezzi usati per costruire la 'curva dei rendimenti', che fornisce il valore ufficiale[153] dei titoli pubblici greci in circolazione: *"The yield curve is obtained on the basis of the price quotes present in HDAT"*[154]; tale valore è quello considerato dall'Eurosistema quando riceve titoli pubblici in qualità di garanzia di operazioni di mercato aperto, e dunque rappresenta un importante punto di riferimento per tutte le istituzione finanziarie. Ma il ruolo dei prezzi determinati sul mercato HDAT è ben più rilevante per la definizione del costo dell'indebitamento del governo greco, poiché le regole di emissione dei nuovi titoli prevedono che: *"On the day of the auction, the average secondary (HDAT) price for the security auctioned is calculated between 11:45 a.m. and 11:55 a.m. (Greek time). Bid prices submitted by Primary Dealers at the auction cannot exceed the above average price plus 95 cents."*[155] Ciò significa che gli operatori che partecipano alle aste dei titoli pubblici greci *non possono* richiedere un tasso di interesse significativamente minore di quello che si determina sul mercato HDAT, mentre non vi è alcun equivalente limite superiore al costo dell'indebitamento del paese. In altri termini, il prezzo che si determina sul mercato HDAT costituisce un vincolo (ma solo al ribasso) per la determinazione del tasso di interesse sui titoli di nuova

[153] *"As from 15 March 1999, HDAT issues the official daily price bulletin for government securities under Law 2651/98."* (Cfr. Sezione Markets/HDAT su www.bankofgreece.gr)
[154] Cfr. Ministry of Finance, Hellenic Republic (2010b), p. 4.
[155] *Ibidem*, p.5.

emissione: qualunque sia l'origine di una riduzione dei prezzi dei titoli pubblici greci scambiati sul mercato secondario HDAT, questa si riflette per legge sul tasso di interesse che la Grecia paga sui titoli di nuova emissione; e se pure le aste registrano un'elevata domanda, come effettivamente accadrà nei primi mesi del 2010, questa non può indurre alcun significativo aumento del prezzo dei titoli.

Sulla base di questi due elementi istituzionali che governano il processo di indebitamento pubblico in Grecia, riteniamo possibile concepire una strategia speculativa che, se coordinata dagli Operatori Primari ed assecondata da vendite allo scoperto, può spingere al ribasso il prezzo dei titoli pubblici in maniera tanto più forte quanto maggiore è l'intensità delle vendite allo scoperto. Potremo mostrare che la banca centrale greca, estendendo il periodo di regolamento delle transazioni in titoli pubblici, ha deliberatamente ampliato lo spazio disponibile per effettuare vendite allo scoperto. A questo punto sarà evidente che l'operato dell'autorità monetaria può essere collocato all'origine di quella spirale nei tassi di interesse osservata sui titoli pubblici greci. Si noti che, secondo l'interpretazione qui proposta, il fenomeno speculativo si configura come qualcosa di molto più articolato del semplice operare di particolari categorie di investitori privati che mirano a trarre profitto da variazioni nei prezzi dei titoli; soprattutto, la speculazione al ribasso sui titoli pubblici greci coinvolgerebbe apertamente l'autorità monetaria, che da un lato amministra l'emissione dei nuovi titoli, impedendo allo stato di contrastare in sede d'asta il rialzo nei tassi di interesse, e dall'altro gestisce il mercato dove sono realizzati gli scambi quotidiani, laddove ha avuto origine quell'intensificazione delle vendite allo scoperto che ha permesso alla speculazione di assumere dimensioni straordinarie.

Partiamo con il considerare il caso più semplice di speculazione che può essere praticata sui titoli pubblici, noto in letteratura[156], in modo tale da mostrare che la rapida crescita nei tassi di interesse sui titoli pubblici greci

[156] Si vedano Bikhchandani e Huang (1993) e Ordine e Scalia (1997).

potrebbe essere concepita come una versione amplificata di questa semplice strategia speculativa, generata dalla massa di vendite allo scoperto che sono state rese possibili dall'estensione del periodo di regolamento.

7.2 Una illustrazione della strategia speculativa sul debito pubblico greco

7.2.1 Il ruolo degli Operatori Primari

Nell'esempio che proporremo si ipotizza, per semplicità, che l'oggetto della manovra speculativa sia un'obbligazione irredimibile che garantisce al possessore una cedola annua fissa. Se indichiamo con *cd* la cedola annua pagata dal titolo e con *i* il tasso di interesse vigente sul mercato, possiamo definire il prezzo (p_B) di una simile attività finanziaria come:

$$p_B = \frac{cd}{i}$$

Abbia così reso nella forma più immediata la relazione inversa che lega il prezzo dei titoli al tasso dell'interesse vigente sul mercato. Questa estrema semplificazione ci permetterà di illustrare nella maniera più chiara il nesso che si stabilisce tra mercato primario e secondario.

Un gruppo di Operatori Primari ha la possibilità di conseguire un profitto dalla manipolazione del mercato dei titoli del debito pubblico, agendo nella seguente maniera:

a. in prossimità di una nuova emissione, i *market makers* vendono quote consistenti dei titoli pubblici in loro possesso, sul mercato secondario; immaginiamo che un Operatore Primario si liberi, per questa via, di un ammontare di titoli pubblici del valore facciale di € 300 mln, caratterizzati da una cedola del 3%;
b. la vendita di ingenti quantità di titoli comporta una spinta al ribasso sui prezzi di quella tipologia di titoli, spinta che si riflette nell'incremento del tasso di rendimento offerto dai titoli scambiati; nel nostro esempio, ciò significa che una prima *tranche* di titoli sarà venduta al prezzo iniziale,

coincidente con il valore facciale dei titoli, mentre sarà necessario offrire un prezzo di vendita più basso, pari al 99% del valore facciale, per liberarsi di una seconda *tranche* di titoli, ed un prezzo ancora inferiore, mettiamo pari al 98% del valore facciale, per vendere la terza ed ultima *tranche*.

c. Pertanto il nostro Operatore Primario ricaverà dalla vendita dei titoli una somma pari a 297 milioni di euro (*100 + 99 + 98*), e vedrà modificarsi la composizione del suo portafoglio finanziario in favore di liquidità ed a scapito dei titoli del debito pubblico. D'altro canto, gli acquirenti della prima *tranche* di titoli entreranno in possesso di € 100 mln di titoli dal rendimento del 3%, gli acquirenti della seconda otterranno € 99 mln di titoli dal rendimento del 3,03% ed infine gli acquirenti dell'ultima *tranche* avranno € 98 mln di titoli dal rendimento del 3,06%. Al termine di queste operazioni di vendita, dunque, il titolo in questione risulterà quotato ad un prezzo pari a 98 (fatto 100 il valore facciale), cui corrisponde un rendimento del 3,06%. In funzione dell'ampiezza delle vendite, è così aumentato il rendimento dei titoli pubblici quotati sul mercato secondario.

d. Giungerà il momento della nuova emissione di titoli da parte del governo. Sappiamo che il prezzo a cui vengono collocati i titoli di nuova emissione coinciderà con quello dei titoli quotati sul mercato secondario; ciò significa che, in sede d'asta, lo stato venderà a 98 titoli che hanno un valore facciale di 100 e che garantiscono una cedola pari a 3. Questi titoli avranno, in altre parole, un rendimento in linea con il tasso di interesse prevalente sul mercato dei titoli del debito pubblico in questione.

e. Se il nostro Operatore Primario riesce ad aggiudicarsi, in sede d'asta, un ammontare di titoli equivalente a quello venduto nel periodo immediatamente precedente, avrà generato un profitto, mantenendo perfettamente inalterata l'iniziale composizione del proprio portafoglio. Gli basterà versare nelle casse dello stato 294 milioni di euro per ottenere

quello stesso ammontare di titoli che aveva venduto per 297 milioni di euro: la differenza tra queste due somme misura il profitto speculativo, che nel nostro semplice esempio ammonta a 3 milioni di euro.

Abbiamo così mostrato come sia praticabile, da parte di un gruppo di operatori primari, una manovra speculativa fondata su due elementi essenziali: l'incapacità dello stato di contrattare, in sede d'asta, un tasso di rendimento sensibilmente minore di quello quotato sul mercato secondario, e la certezza degli operatori primari di sottoscrivere una quota consistente della nuova emissione. Il semplice esempio da noi proposto consente anche di osservare che la manovra speculativa degli Operatori Primari induce un incremento nel costo dell'indebitamento dello stato.

Ordine e Scalia (1997) propongono un'accurata analisi empirica di questa pratica nel contesto del mercato dei titoli di stato italiani (MTS) degli anni Novanta:

> "è ipotizzabile che gli operatori principali prendano posizione in relazione al ciclo delle aste dei BTP. In particolare, come alcuni studi suggeriscono […], è possibile che, in relazione […] a comportamenti collusivi in sede di asta, il prezzo all'emissione sia inferiore a quello sull'MTS del giorno corrente e dei giorni immediatamente precedenti. In questo caso, una possibile strategia di «prevendita dell'asta» consiste nel vendere i titoli *benchmark* che saranno acquistati in asta nei giorni immediatamente precedenti alla loro riemissione, con la speranza di ottenere un prezzo «elevato» sull'MTS, pagare in sede di asta un prezzo «basso» e realizzare così un profitto da intermediazione." (Ordine e Scalia, 1997, p.21.)

Ordine e Scalia rilevano, in base ai dati a loro disposizione, che la manovra speculativa appena descritta è stata effettivamente praticata nel periodo posto sotto osservazione:

> "L'analisi […] ha posto in luce la presenza di comportamenti strategici da parte di numerosi operatori principali dell'MTS in

> relazione allo svolgimento delle aste. In particolare, l'evidenza indica che alcuni operatori sono stati prevenditori dell'asta, cioè hanno cercato di trarre profitto dalla vendita sul mercato secondario, concentrata nei giorni immediatamente precedenti a ciascuna riapertura, e dalla successiva ricopertura in asta." (Ordine e Scalia, 1997, p.27.)

È evidente come tale pratica collusiva, condotta dagli Operatori Primari, non sia, di per sé, in grado di alterare in maniera significativa il funzionamento del mercato dei titoli pubblici, dal momento che è nota, tanto da essere oggetto di specifiche ricerche scientifiche come quella appena citata, ma non per questo è stata vietata, né in Italia né altrove:

> "la vendita dei titoli prima dell'emissione è un fenomeno diffuso non solo in Italia, ma anche in altri paesi quali gli Stati Uniti, dove numerosi *dealers* vendono i titoli del Tesoro agli investitori istituzionali sul *when-issued market*, prima di partecipare all'asta in cui sottoscriveranno i titoli stessi." (Ordine e Scalia, 1997, pp. 30-31.)

Possiamo immaginare che quella manipolazione dei rendimenti dei titoli pubblici non sia capace di modificarne il corso in maniera sensibile, sebbene questo non le impedisca di generare ingenti profitti speculativi, dati gli elevati importi dei titoli pubblici comunemente gestiti dagli Operatori Primari:

> "La stima dei profitti da prevendita dell'asta indica che tale attività è stata redditizia e, per i prevenditori sistematici, relativamente sicura. Tre specialisti [...], capaci di muovere grossi importi di titoli sia sull'MTS sia sul primario, hanno effettuato profitti *complessivi da prevendita sui BTP stimabili tra 10 e 34 miliardi di lire nei primi nove mesi del 1994*." (Ordine e Scalia, 1997, p. 36, corsivo nostro.)

Un dato fondamentale al nostro ragionamento, che emerge con chiarezza da questa prima analisi della manovra speculativa realizzabile sul mercato dei titoli pubblici, è opportunamente sottolineato dagli autori:

> "Naturalmente, in un mercato limitatamente elastico, quanto maggiore è la pressione delle vendite dei «prevenditori» nei giorni precedenti l'asta tanto maggiore è la probabilità che il prezzo sull'MTS, e, ciò che più conta, in asta, si riduca effettivamente." (Ordine e Scalia, 1997, p. 21.)

In altre parole, maggiore è la spinta al ribasso sui prezzi che si realizza, nel mercato secondario, nei giorni precedenti alla nuova emissione di titoli, maggiore sarà il tasso di interesse che si verrà a determinare in sede d'asta (come anche la profittabilità dell'intera operazione speculativa).

Se alcuni investitori sono in grado di sapere (perché lo intuiscono, lo osservano, o più semplicemente ne vengono informati) che gli Operatori Primari spingeranno al ribasso il prezzo medio dei titoli del debito pubblico tramite la strategia speculativa appena descritta, non dovranno far altro che assecondare, sfruttando lo strumento finanziario delle vendite allo scoperto, questa tendenza oggettiva al ribasso, vendendo quei titoli pubblici con il solo scopo di riacquistarli, dopo l'asta, ad un prezzo minore del prezzo di vendita. Se la massa di vendite allo scoperto si concentra nell'intorno di una nuova emissione dei titoli pubblici, avrà l'effetto di contribuire enormemente – dato il suo volume potenzialmente infinito – a quella caduta dei prezzi che era quasi impercettibile quando indotta dai soli Operatori Primari, e che si cristallizza nel rendimento dei titoli di nuova emissione grazie al particolare nesso che lega la procedura d'asta al prezzo quotato sul mercato secondario.

7.2.2 Il ruolo delle vendite allo scoperto

Tornando al nostro esempio, introduciamo una nuova categoria di operatori, che chiameremo 'fondi speculativi', il cui unico obiettivo consiste nel trarre profitto dai movimenti nei prezzi dei titoli. Dimostreremo ora che i fondi speculativi sono in grado di ottenere consistenti profitti se effettuano una strategia simile a quella degli Operatori Primari, e ad essa simultanea, basata sulla pratica delle vendite allo scoperto; l'effetto collaterale di questo concorso

di forze ribassiste, contemporaneamente operanti sullo stesso mercato, porterà ad amplificare in maniera significativa gli effetti complessivi sui rendimenti dei titoli pubblici.

Riprendiamo il nostro esempio dal punto *c*, ed ipotizziamo che, prima che sia giunto il momento della nuova emissione, i fondi speculativi vendano 300 mln di euro di titoli pubblici che non possiedono, operando vendite allo scoperto. Immaginiamo, per semplicità, che le vendite dei fondi speculativi si realizzino successivamente alle vendite degli Operatori Primari; tale semplificazione incide solamente sulla distribuzione dei profitti speculativi tra questi due gruppi di operatori, ma non influenza in alcun modo l'efficacia aggregata della manovra. Una prima *tranche* di titoli sarà venduta, dunque, al prezzo attualmente vigente sul mercato secondario, coincidente con il 98% del valore facciale dei titoli, mentre sarà necessario offrire un prezzo di vendita più basso, pari a 97, per vendere una seconda *tranche* di titoli, ed un prezzo ancora inferiore, pari a 96, per vendere la terza ed ultima *tranche*: in questa maniera i fondi speculativi avranno ceduto 300 milioni di euro di titoli (che non possiedono ancora) in cambio di 291 milioni di euro.

È ragionevole pensare che i fondi speculativi calibrino il loro intervento sull'ammontare di titoli che ritengono possibile reperire sul mercato, dopo l'asta, al nuovo e minor prezzo. Come abbiamo già avuto modo di chiarire, infatti, una vendita allo scoperto richiede che si riacquisti, prima o poi, il titolo scambiato, in modo da completare l'operazione consegnando il titolo venduto, e dunque generare il guadagno come differenza tra il prezzo di acquisto ed il prezzo di vendita. Si ritiene infatti che la manovra speculativa non sia, di per sé, in grado di modificare il prezzo medio dei titoli, ma sia capace solamente di alterarne il valore di mercato, cosicché masse di riacquisti rischiano di produrre un rialzo nei prezzi speculare al ribasso prodotto dalle masse di vendite, se nel frattempo non si è verificata, per altri canali, una riduzione del prezzo medio del titolo. In altre parole, perché la manovra speculativa conduca ad un guadagno, è necessario individuare un soggetto che sia disposto a vendere i titoli al nuovo e più basso

prezzo: poiché la finanza è un gioco a somma zero, al profitto speculativo del ribassista deve corrispondere la perdita di un altro operatore. In un generico mercato finanziario, è possibile trovare venditori ed acquirenti disposti a scambiare i titoli al loro prezzo medio. Nel mercato dei titoli pubblici, questo non è sempre vero. Cercheremo di mostrare che, in quel particolare contesto, esiste sempre un soggetto disposto (o meglio, costretto), a determinate scadenze, a vendere titoli, a prescindere dalla profittabilità dello scambio.

Il momento del rifinanziamento del debito pubblico in scadenza sembra rappresentare, per certi versi, l'esatto opposto di una vendita allo scoperto: nello *short selling*, infatti, si vende ad un prezzo iniziale p_{t0} e si compra ad un prezzo finale p_{t1}, cronologicamente successivo al primo, mentre nell'ambito del rifinanziamento del suo debito, il governo rimborsa il titolo al suo valore iniziale p_{t0}, ed è come se lo comprasse a quel prezzo, mentre è costretto, dalla necessità di reperire le risorse che servono ad effettuare quello stesso rimborso, ad accettare di emettere nuovi titoli, dunque in qualche modo a rivendere quella particolare attività finanziaria, al nuovo prezzo p_{t1}. Concentrandoci sul momento dell'emissione di nuovi titoli, che è rilevante per la nostra analisi sulle dinamiche del costo di indebitamento pubblico, cercheremo di mostrare come questa coincidenza tra opposti – che vede l'interesse del ribassista di riacquistare il titolo a p_{t1} corrispondere perfettamente alle regole del rifinanziamento del governo, che lo costringono a venderlo periodicamente a quel prezzo – sia all'origine della specifica rilevanza che le vendite allo scoperto assumono nel contesto del mercato dei titoli del debito pubblico da noi studiato.

Al momento dell'asta, il governo si troverà ad emettere titoli ad un prezzo più basso di quello considerato nel primo esempio. Infatti saranno collocati 300 milioni di euro di titoli, con una cedola del 3% del valore facciale, ad un prezzo pari al 96% di quel valore, poiché sul mercato secondario vige – in virtù della maggiore spinta ribassista che si è prodotta nei giorni precedenti l'asta – un tasso di rendimento del 3,125% che dovrà essere garantito anche sui titoli di nuova emissione. Ciò significa che gli Operatori Primari, questa volta, dovranno versare

solamente 288 milioni di euro per riacquistare i 300 milioni venduti nel periodo precedente l'asta, conseguendo un profitto pari a 12 milioni di euro (ossia quattro volte maggiore di quello dell'esempio precedente).

I fondi speculativi, dal canto loro, dovranno riuscire ad acquistare 300 milioni di euro di titoli per 'coprire' la loro posizione e completare la loro specifica manovra speculativa. Chi può avere un interesse a vendere i titoli al nuovo e minor prezzo, ossia senza pretendere quell'aumento nel prezzo che renderebbe vana la speculazione dei ribassisti?

Se immaginiamo un generico mercato che si trovava in equilibrio prima che si realizzassero vendite allo scoperto, dobbiamo pensare che una massa di nuovi acquisti pari a 300 milioni di euro spinga il prezzo dei titoli a risalire, e dunque renda vana l'operazione speculativa. Abbiamo infatti visto che è stato necessario abbassare il prezzo delle successive *tranche* di titoli venduti per attirare compratori; alla stessa maniera, sarà necessario aumentare il prezzo dei titoli domandati per convincere gli attuali proprietari a privarsene, e la manovra, nel suo complesso, non avrà modificato l'equilibrio iniziale tra domanda ed offerta. Ma abbiamo mostrato che il mercato dei titoli del debito pubblico appare – in virtù delle particolari circostanze istituzionali che lo governano – come un caso particolare, dal momento che lo stato è periodicamente costretto, dalla mera necessità di rifinanziare il debito in scadenza, quando non deve addirittura contrarne di nuovo, a presentarsi sul mercato ed effettuare 'acquisti' al prezzo p_{t0} (passato) ed equivalenti (o addirittura maggiori) vendite al prezzo attuale p_{t1}. In particolare, il contesto istituzionale entro cui si svolge il processo di indebitamento pubblico costringe la Grecia a collocare i titoli di nuova emissione ad un prezzo non superiore a p_{t1}: il governo si trova così regolarmente costretto a vendere titoli pubblici ad un prezzo p_{t1} minore del prezzo p_{t0} al quale i medesimi titoli erano stati precedentemente venduti dagli speculatori. In questa maniera, le regole che vincolano il governo a vendere titoli pubblici, sistematicamente, al nuovo e più basso prezzo creano – esse stesse – lo spazio per trarre profitto dalla vendita allo scoperto.

Quello spazio può essere sfruttato solamente dagli Operatori Primari, che hanno così la possibilità di trarre immediato profitto dalla sottoscrizione dei nuovi titoli e possono decidere, se lo desiderano, di vendere i nuovi titoli ai ribassisti senza pretendere prezzi più alti del prezzo attuale, ma addirittura continuando a spingere al ribasso il prezzo, in attesa della prossima emissione e con lo scopo di ripetere l'intera operazione. Restando all'esempio numerico, possiamo infatti immaginare che gli Operatori Primari abbiano tutto l'interesse a vendere ai fondi speculativi i nuovi titoli, appena sottoscritti, e soprattutto a farlo non a prezzi crescenti ma, al contrario, a prezzi via via più bassi, in modo tale da proseguire la manovra speculativa. Pensiamo, ad esempio, che i titoli – attualmente quotati ad un prezzo di 96 – vengano venduti in tre *tranche*, una da 96, una da 95 ed una da 94. In questa maniera, i fondi sarebbero in grado di acquistare i 300 milioni di euro di titoli che devono consegnare, per coprire la loro posizione, spendendo 285 milioni di euro, che andrebbero a finire sul conto degli Operatori Primari. In questa maniera, i fondi speculativi avrebbero tratto, dall'operazione, un profitto pari alla differenza tra il prezzo di vendita (€ 291 mln) e quello di acquisto (€ 285 mln), ossia pari a 6 milioni di euro.

In conclusione, il concorso di Operatori Primari e fondi speculativi è in grado, sfruttando le peculiarità del mercato dei titoli del debito pubblico analizzato, di spingere al ribasso il prezzo di quei titoli in modo da generare un profitto speculativo che va a suddividersi tra queste due categorie di investitori. Trattandosi di una manovra finanziaria, questa speculazione sottrae le risorse dal settore pubblico, che si trova costretto a pagare un tasso di interesse crescente sul suo debito pubblico, e le trasferisce agli investitori privati.

7.2.3 Il ruolo attivo dell'autorità monetaria

Chiarita questa dinamica, è evidente che la dimensione del fenomeno dipende unicamente dall'entità della spinta al ribasso che gli speculatori sono in grado di promuovere sul mercato secondario nei giorni precedenti ad un'asta. Possiamo finalmente comprendere quale ruolo abbia svolto, all'interno di questa

articolata pratica speculativa, l'estensione del periodo di regolamento delle transazioni: più che triplicando il tempo disponibile per mantenere scoperta la posizione dei ribassisti, la banca centrale ha aumentato in misura significativa il peso delle posizioni ribassiste, rendendo possibile una pressione al rialzo sui rendimenti dei titoli di stato di entità straordinaria. In altri termini, riteniamo che la dimensione della manovra speculativa fin qui illustrata sia cresciuta in maniera esponenziale proprio grazie all'estensione di fatto della *settlement date*, da T+3 a T+10, rendendo possibile una spinta sui tassi di interesse altrimenti irrealizzabile.

Riepilogando quanto finora illustrato, possiamo affermare che il ruolo dell'autorità monetaria nell'articolazione della manovra speculativa descritta si concretizza in due passaggi fondamentali. In primo luogo, l'assenza di una alternativa al collocamento presso gli Operatori Primari, quale quella offerta alla Germania dalla banca centrale, impone al governo di accettare le pretese che alcuni operatori esprimono, tramite le quotazioni sul mercato secondario, sui tassi di interesse. In secondo luogo, ossia dato questo meccanismo di accesso al credito da parte della Grecia, l'autorità monetaria gestisce anche gli scambi dei titoli in circolazione: dal momento che i prezzi del mercato secondario si applicano ai titoli di nuova emissione, se la banca centrale favorisce una manipolazione di quel prezzo sta contemporaneamente favorendo una manipolazione del costo dell'indebitamento pubblico.

Le dimensioni assunte dal fenomeno sono senz'altro tali da attirare l'attenzione di qualsiasi regolatore, ed è dunque ragionevole immaginare che – prima o poi – le stesse autorità monetarie che hanno dato il via al fenomeno siano chiamate a porvi, in qualche maniera, fine. Come mostreremo, questo è esattamente ciò che si è verificato in Grecia nel contesto della crisi. D'altro canto, la specifica articolazione della manovra che abbiamo illustrato rende relativamente semplice attribuire, tramite una lettura superficiale, tutta la responsabilità della spinta ribassista all'operato dei fondi speculativi, lasciando nell'ombra quelle che sembrano essere – a nostro avviso – le responsabilità dell'autorità monetaria del paese.

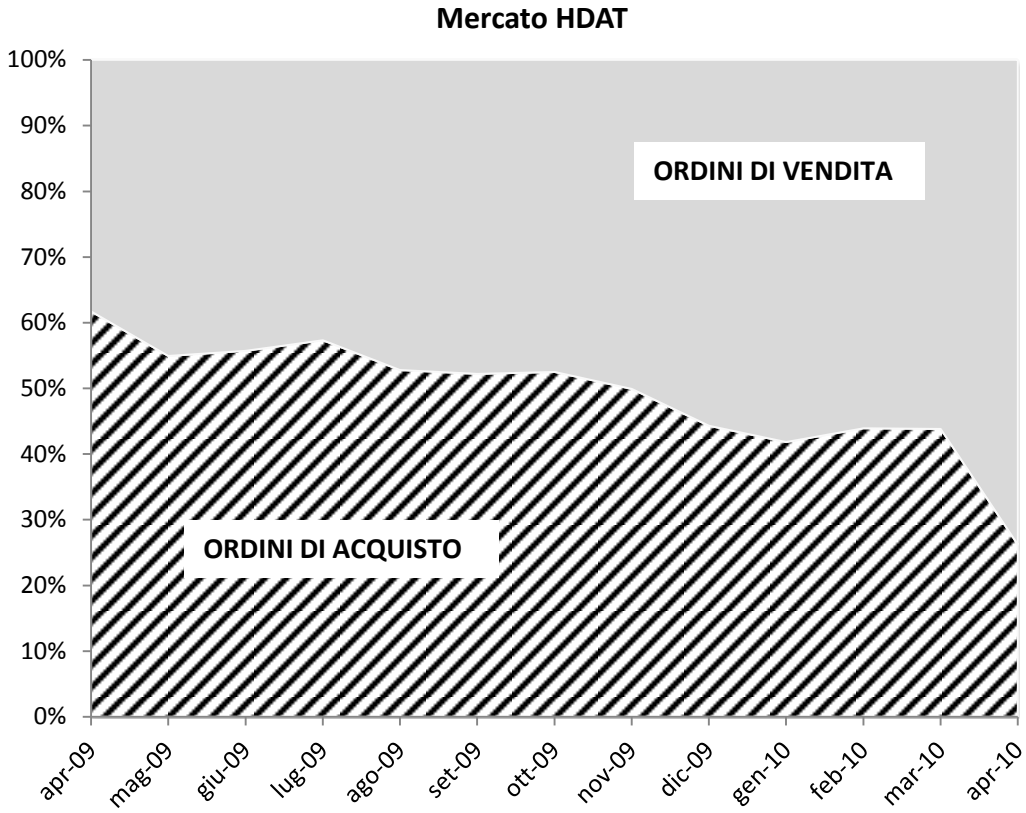
Prima di concludere questa sezione, dobbiamo soffermarci su un aspetto fondamentale della dinamica speculativa appena illustrata che è stato fino ad ora lasciato in secondo piano, ossia l'articolazione temporale degli interventi dei diversi soggetti che hanno contributo alla manovra. Vedremo che l'estensione della data di regolamento avviene in seguito ad un incremento significativo dei cosiddetti *fails*, ovvero dopo che il mercato ha registrato un elevato numero di transazioni che non sono state portate a compimento. Questo particolare fenomeno, che precede la spirale nei tassi di interesse greci, è una prova rilevante dell'intensa attività speculativa che si stava svolgendo su quei mercati poiché, come abbiamo avuto modo di mostrare, quando una vendita allo scoperto non si completa, si traduce nella mancata consegna del titolo, e dunque nel fallimento della transazione. È in altre parole possibile dedurre, a partire dall'osservazione di un elevato numero di *fails*¸ l'esistenza di forze che stavano spingendo al ribasso il prezzo dei titoli pubblici greci ben prima che si iniziasse a parlare, esplicitamente, di crisi greca.

È dunque a nostro avviso possibile affermare che l'estensione del periodo di regolamento si configuri come il tentativo (riuscito) dell'Eurosistema di segnalare al mercato la sua scelta di non provvedere alcun sostegno al debito pubblico greco, amplificando una tensione speculativa già presente sui mercati a causa della massa di vendite prodotta dalla crisi di liquidità. La banca centrale, in altri termini, osserva una tendenza presente sul mercato e *quindi* individua nello spostamento della data di regolamento lo strumento idoneo a segnalare, esasperando quella tendenza, i nuovi contorni della politica monetaria del debito pubblico adottata in Europa: dimostrando agli investitori che il prezzo dei titoli pubblici greci si riduce senza che l'autorità monetaria intervenga, l'Eurosistema ha così informato i mercati finanziari del nuovo modello di relazioni tra governo, banca centrale e settore finanziario che intende imporre.

Questa interpretazione sembra trovare conforto nell'osservazione delle dinamiche del mercato secondario dei titoli pubblici greci. Chiariamo innanzitutto i meccanismi essenziali di funzionamento di quel mercato. Gli

operatori possono intervenire sul mercato in due modi distinti: introducendo nel sistema proposte di vendita o di acquisto, dette quotazioni, in cui specificano prezzi e quantità dei titoli che sono disposti a scambiare, oppure accettando una qualsiasi quotazione attiva sul sistema, e dando così vita ad una transazione che rispetterà i termini stabiliti in quella specifica quotazione. Il sistema informatico che gestisce gli scambi mostra a tutti gli operatori le quotazioni disponibili, in tempo reale, cosicché ciascun investitore può eseguire una transazione indirizzando un ordine di acquisto o di vendita ad una specifica proposta visualizzata sul sistema. Gli scambi avvengono, dunque, quando un operatore presenta un ordine di acquisto o di vendita in risposta ad una quotazione esistente. In altre parole, e dati gli obblighi imposti agli Operatori Primari, che devono continuamente fornire proposte di acquisto e vendita, il mercato HDAT presenta in ogni momento delle quotazioni attive, ovvero proposte di acquisto e vendita che specificano le quantità da scambiare ed il corrispondente prezzo, ma le transazioni si mettono in moto solamente quando un operatore elabora un ordine di acquisto o di vendita: in tal senso, il numero di ordini di acquisto risulta normalmente diverso dal numero di ordini di vendita, e la proporzione tra queste due grandezze può essere considerata un buon indicatore dell'atteggiamento degli investitori che operano sul mercato.

Elaborando i dati messi a disposizione dalla Banca di Grecia, è possibile osservare che, proprio a partire dal novembre 2009, ossia subito dopo l'estensione del periodo di regolamento, la maggioranza degli operatori inizia a vendere. È interessante notare, però, che l'intensificazione delle vendite appare come un processo graduale, che trova nel novembre 2009 un'accelerazione, e non si configura affatto come un improvviso mutamento nell'atteggiamento degli investitori, come ci si sarebbe aspettato nel caso in cui – secondo l'interpretazione tradizionale della crisi greca – le vendite fossero iniziate solo dopo la diffusione del reale stato dei conti pubblici del paese:



Fonte: Bank of Greece

Coerentemente con l'interpretazione da noi elaborata, si assiste ad una progressiva pressione al ribasso che, grazie all'estensione del periodo di regolamento, può tradursi a partire dal novembre 2009 in quella massa di ordini di vendita che spingerà a livelli altissimi il tasso di interesse.

Vedremo ora come, nel caso greco, l'estensione del periodo di regolamento delle transazioni sui mercati secondari dei titoli pubblici operata dalla banca centrale abbia rappresentato, nei fatti, il preludio alla spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico del paese. La connessione tra un provvedimento della banca centrale, che rientra a pieno titolo nell'alveo della politica monetaria, e le manovre speculative sui titoli pubblici greci ci induce a mettere in secondo piano l'aspetto squisitamente speculativo del fenomeno, ed a concentrarci piuttosto sul contesto politico-istituzionale che quelle manovre hanno, in qualche maniera, contribuito ad affermare, come faremo nell'ultimo capitolo del presente lavoro.

7.3 Lo stato di eccezione imposto dall'autorità monetaria

7.3.1 L'estensione del periodo di regolamento

Il 19 maggio 2010 il Financial Times[157] riporta una interrogazione parlamentare del Presidente della Commissione per gli Affari Economici: secondo quanto riferito dall'allora membro del parlamento Vasso Papandreou[158], la Banca di Grecia – nel suo ruolo di amministratore del mercato HDAT – ha introdotto nell'ottobre 2009 una modifica dei regolamenti interni che, favorendo la pratica delle vendite allo scoperto, sarebbe alla base di quella spinta al ribasso dei prezzi dei titoli pubblici ellenici che ha condotto il paese fuori dai mercati finanziari. È la stessa Papandreou, poi, a tracciare un filo diretto tra l'espulsione del paese dai mercati finanziari e le politiche di austerità connesse al piano di aiuti che quell'espulsione ha reso necessario:

> "gli speculatori hanno continuato il loro lavoro, spingendo in aprile lo *spread* sui titoli greci a livelli tali da rendere impossibile, per la Grecia, il finanziamento del debito, e costringendo così il Governo a ricorrere al meccanismo di sostegno finanziario di UE-FMI-BCE che ha aperto la strada alle misure di austerità" (Papandreou V., 2010a, traduzione nostra.)

La parlamentare greca illustra dunque i dettagli della modifica apportata dalla Banca di Grecia al funzionamento del mercato secondario dei titoli del debito pubblico:

> "è soprendente, e solleva molti dubbi, che dopo le elezioni del 5 ottobre 2009 la Banca di Grecia (BdG) abbia modificato le procedure di regolamento degli scambi […] sul mercato dei titoli pubblici greci […]. Normalmente, le transazioni condotte attraverso HDAT possono essere regolate entro un periodo chiaramente definito in tre giorni lavorativi. Per quanto concerne le transazioni condotte su

[157] Si veda Hope (2010).
[158] Si veda Papandreou V. (2010a).

> piattaforme diverse, *over-the-counter* [OTC, non regolamentate], quel periodo può essere diverso. Fino all'ottobre 2009, le transazioni condotte via HDAT e non regolate entro il periodo prescritto venivano giudicate 'fallite', e veniva conseguentemente applicata una penale agli operatori che le avevano originate. Immediatamente dopo le elezioni, la BdG ha deciso di adottare una procedura automatica per reintrodurre le transazioni 'fallite' nel sistema per i dieci giorni successivi alla transazione. Ciò significa che la Banca di Grecia ha deciso di estendere il periodo di regolazione delle transazioni nel mercato dei titoli pubblici greci, introducendo nel mercato regolamentato HDAT limiti caratteristici dei mercati non regolamentati […]. Il 12 ottobre 2009, in risposta ad una richiesta delle banche greche, la BdG ha anche deciso di rimuovere la penale imposta a quegli operatori che non erano stati in grado di completare le transazioni nei dieci giorni consentiti." (Papandreou V., 2010a, traduzione nostra.)

In altre parole, la Banca di Grecia modifica la data di regolamento, che determina l'intervallo di tempo entro cui è possibile completare una transazione, estendendo tale intervallo da tre a dieci giorni. Il Financial Times conclude dunque:

> "That, Papandreou says, gave short-sellers more time in which to push down the price of a bond before they had to deliver it. The abolition of penalties for those who failed to deliver would also have made the lives of short-sellers rather easier." (Alloway, 2010)

Si sta in altre parole affermando che l'estensione della data di regolamento ha incrementato significativamente la potenza di fuoco delle vendite allo scoperto di tipo *naked*: "*parties who opted to fail on deliveries (that is, take uncovered short Greek bond positions) were suddenly allowed to do so for up to 10 days at a time*"[159]. Tale provvedimento rende, di per sé, estremamente profittevole una tipologia di attività speculativa la cui efficacia – come abbiamo mostrato – poggia in ultima istanza sulla capacità delle vendite stesse di spingere

[159] Cfr. Kaminska (2010).

al ribasso il prezzo del titolo scambiato, capacità che risulta amplificata dalla misura introdotta dalla banca centrale. Parallelamente, l'autorità monetaria ha anche abolito le penali imposte agli autori di transazioni fallite: in questa maniera, si permette agli speculatori di presentare una quantità di proposte di vendita infinitamente superiori alla reale dimensione delle transazioni che si intendono portare a termine, senza che questo comportamento produca alcun danno all'autore del *fail*. Come osserva la stessa Papandreou:

> "L'ampliamento del periodo di regolamento crea un vasto spazio per la speculazione ribassista. Anche se la transazione fallisce, infatti, maggiore è la capacità del venditore di spingere al ribasso il prezzo, maggiore sarà il profitto che egli trarrà dall'intera operazione. Diviene così possibile vendere qualcosa che non si possiede affatto (cioè vendere allo scoperto), far crollare il prezzo dei titoli, far conseguentemente aumentare lo *spread* ed il premio per il rischio pagato dal paese, guadagnare un elevato profitto speculativo senza neanche incorrere in alcuna penale." (Papandreou V., 2010a, traduzione nostra.)

L'accusa mossa dal Parlamento alla Banca di Grecia stabilisce un nesso immediato tra la misura intrapresa dall'autorità monetaria e la spirale nei tassi di interesse sui titoli pubblici ellenici:

> "la decisione presa dalla BdG coincide con l'inizio del crollo nel prezzo dei titoli pubblici greci e, dunque, della catastrofe che ha investito il bilancio pubblico, producendo una spirale dello *spread* sui titoli greci che ha obbiettivamente facilitato gli attacchi speculativi contro il debito pubblico greco." (Papandreou V., 2010a, traduzione nostra.)

E ancora, in una dichiarazione alla stampa resa dalla stessa Papandreou qualche giorno dopo:

> "La domanda a cui dobbiamo trovare una risposta è perché la BdG, nel mezzo di una crisi finanziaria e ben conoscendo le fragilità fiscali

del paese, ha deciso di rilassare i limiti sul periodo di regolamento e dunque di facilitare quella speculazione che ha danneggiato il paese." (Papandreou V., 2010b, traduzione nostra.)

Cerchiamo di capire quale seguito hanno avuto le accuse mosse dal Presidente della Commissione per gli Affari Economici del Parlamento Greco all'autorità monetaria del paese.

7.3.2 Le giustificazioni addotte dalla Banca di Grecia

L'autorità monetaria ellenica non nega di aver modificato il periodo di regolamento, ma cerca di dimostrare la sostanziale irrilevanza delle modifiche apportate, che vengono qualificate come "un ammodernamento del sistema, coerente con il disegno europeo della nuova piattaforma di mercato obbligazionario T2S, e non un cambiamento nelle regole che lo governano"[160].

Pochi mesi dopo che il Parlamento Greco ha sollevato la questione, la Banca di Grecia chiarisce la sua posizione dedicando al tema ampi stralci del Financial Stability Report del luglio 2010[161]. In quel documento, vengono forniti alcuni dati sul contesto entro cui ha agito l'autorità monetaria: in particolare, la Banca di Grecia dichiara di aver introdotto l'estensione del periodo di regolamento a fronte di un significativo incremento dei *fails* del 547%, registrato nel 2009. I dati sulle transazioni fallite fornitici dalla Banca di Grecia sono molto importanti per la nostra analisi, perché dimostrano la presenza di una forte spinta ribassista sui titoli pubblici ellenici proprio nel 2009, spinta che – coerentemente con la nostra interpretazione – si spiega con la crisi di liquidità in atto; opportunamente amplificata dalla banca centrale tramite l'estensione del periodo di regolamento, quella pressione al ribasso avrebbe consentito all'autorità monetaria di segnalare ai mercati finanziari la possibilità, inconcepibile nel modello *standard* ma implicita nel modello europeo, di trattare i titoli pubblici di alcuni paesi europei alla stregua di qualsiasi altra attività

[160] Cfr. Papandreou, V. (2010a), traduzione nostra.
[161] Si veda Bank of Greece (2010b).

finanziaria privata, che è domandata solo in funzione del rendimento che offre e del rischio di deprezzamento che incorpora.

Secondo la Banca di Grecia le cause dei *fails* si possono suddividere in due categorie fondamentali: fattori puramente tecnici, ossia inefficienze dei sistemi informatici ed errori umani, oppure fattori legati ad un'insufficiente liquidità. Dunque si avrebbero *fails* a causa di *"[m]iscommunication between front office (traders) and back office (settlement), non-matching of confirmation messages, failures in the IT systems of settlement operators"*, da un lato, oppure, dall'altro, a causa di *"adverse conditions and/or a freezing-up of the securities markets (increased market instability, for instance, often leads to securities shortages)"*, o perché *"the securities to be delivered are unavailable on the delivery date for reasons beyond the control of the delivering parties"*, e infine per *"a shortage of cash balances due to insufficient liquidity among certain market participants or in the market in general."*[162]

Collegando l'elevato numero di *fails* a semplici questioni tecniche, la Banca di Grecia individua nelle modifiche apportate al mercato secondario una misura destinata a contenere quel fenomeno tramite una maggiore efficienza nel sistema di gestione degli scambi:

> "Settlement efficiency in BOGS was significantly enhanced by a number of technical upgrades […] which ensure a high level of automation across the board […]. These upgrades have greatly benefited the market for Greek government bonds, by enabling the safe handling of a large and (until recently) increasing volume of transactions and the electronic supply of front-office and information services to domestic and foreign participants. One of these technical upgrades concerns the procedures for handling non-settled transactions. Once the settlement deadline has expired, the parties to transactions are informed of settled, as well as of non-settled, transactions. In the case of the latter, if the counterparties/custodians still wish to execute the trade, they can re-enter it into the system for immediate settlement, the terms of the

[162] Cfr. Bank of Greece (2010b), p. 87.

> transaction remaining unchanged. The reentering procedure is part of a broader procedure for handling non-settled transactions and, if the parties agree, enables the further processing (and eventually the settlement) of such transactions in accordance with the terms of the initial (purchase/sale) agreement. This re-entering option […] can be activated […] through an automated procedure known as "recycling" or automated re-entering" (Bank of Greece, 2010b, p. 88)

In altre parole, l'autorità monetaria ellenica dichiara di aver esteso il periodo di regolamento delle transazioni per concedere più tempo al mercato, e dunque ridurre per questa via il numero di transazioni che venivano annullate per errori tecnici o umani. In difesa del suo operato, la banca centrale precisa che questo nuovo sistema rappresenta "*a standard procedure worldwide that has already been adopted, for some years now, by almost all depositories in the euro area*", senza però indicare alcun caso specifico, né tantomeno chiarire se si stia riferendo a mercati regolamentati o non.

Le giustificazioni addotte dalla Banca di Grecia vengono riprese dal Financial Times, il quotidiano che aveva inizialmente dato eco al conflitto istituzionale tra il Parlamento Greco e l'autorità monetaria del paese. Nella lettura del Financial Times, la misura introdotta in ottobre dalla Banca di Grecia viene prestata come una ingenuità, dunque non come una precisa politica monetaria del debito pubblico:

> "a simple change to Greece's failed repo settlement procedures (introduced in November) may have *unintentionally* helped to spark the Greek bond sell-off which began in earnest in December 2009. The reason being that with Greek banks tight on liquidity anyway, any prolonged short covering by market makers dried up liquidity enough to tip them over the edge completely. All of which, through the process of vicious circle, did in fact lead to genuine credit concerns — but also to a genuine scarcity of securities for lending as a result of counterparty and credit exposure fears." (Kaminska, 2010, corsivo nostro.)

In questa maniera, l'autorevole quotidiano ammette il ruolo avuto dall'estensione della data di regolamento nel contribuire alla spirale nei tassi di interesse, ma al tempo stesso assolve la Banca di Grecia dalle sue responsabilità di autorità monetaria.

7.3.3 Il dibattito tra la Banca di Grecia e il Parlamento Greco

La denuncia della Papandreou segue altre interrogazioni parlamentari sul tema, e può dunque tenere in considerazione anche le prime risposte fornite dall'autorità monetaria in difesa del suo operato. La difesa della Banca di Grecia, riportataci dalla Papandreou, poggia sulla considerazione che "*la maggior parte delle transazioni in titoli pubblici greci avviene all'estero (ad esempio sui mercati Euroclear o Clearstream) e non in Grecia (HDAT)*"[163]. In altri termini, la Banca di Grecia afferma che qualsiasi modifica apportata al mercato HDAT non può avere avuto un grande impatto sul tasso di interesse pagato dalla Grecia sui titoli pubblici, semplicemente perché la maggior parte degli scambi di titoli pubblici greci si realizza su altre piattaforme (vengono nominati due mercati non regolamentati internazionali, Euroclear e Clearstream), e non su quella gestita direttamente dalla banca centrale.

La Papandreou mostra come "l'argomento della BdG […] sia fuorviante", fondamentalmente per due distinti motivi. Il primo è legato alla rilevanza del mercato HDAT, che non è misurabile tramite il numero di transazioni che vi si realizzano, ma scaturisce direttamente dai regolamenti della Banca di Grecia che, come abbiamo mostrato, individuano nel mercato HDAT il luogo in cui si determinano i costi dell'indebitamento pubblico della Grecia. Come giustamente osserva la Papandreou: "Le transazioni condotte su HDAT sono il riferimento per la determinazione dei prezzi dei titoli pubblici greci scambiati ovunque"[164]. HDAT

[163] Cfr. Papandreou V. (2010a), traduzione nostra.
[164] *Ibidem*.

è, in altre parole, un mercato regolamentato[165], gestito dalla banca centrale stessa e dunque eletto, nei termini precedentemente illustrati, a mercato di riferimento per la determinazione del prezzo d'asta dei titoli del debito pubblico di nuova emissione, ruolo che non potrebbe mai essere svolto da mercati non regolamentati (*over-the-counter*), come quelli citati dalla Banca di Grecia, i quali – privi di regole e di trasparenza – non consentono alcun monitoraggio da parte delle autorità e dunque nessun controllo del processo di indebitamento pubblico. Attribuire al mercato HDAT una caratteristica specifica dei mercati non regolamentati, come ha fatto la banca centrale quando ha esteso la data di regolamento, significa metterne in discussione quell'affidabilità stessa che è alla base del suo ruolo di riferimento per il costo dell'indebitamento pubblico.

Il secondo argomento proposto dalla Papandreou per criticare la posizione della banca centrale consiste nel sottolineare la contraddizione tra l'idea che il mercato HDAT sia sostanzialmente irrilevante, nelle definizione dei prezzi dei titoli greci, ed il divieto alle vendite allo scoperto imposto dalla stessa autorità monetaria nell'aprile 2010, quando la speculazione aveva oramai determinato la fuoriuscita del paese dai mercati finanziari internazionali: "Se poi si ritiene che il periodo di regolamento non è così importante, come sostiene la BdG, perché il 7 aprile 2010, dopo che il danno è stato fatto, è stato imposta un'asta obbligatoria per regolare tutte le transazioni rimaste in sospeso?"[166] È vero infatti che quella decisione non sarebbe stata necessaria, né tantomeno efficace, se quanto affermato dalla stessa Banca di Grecia fosse vero, poiché il divieto interessava il solo mercato HDAT, mentre le vendite allo scoperto sui mercati non regolamentati, su cui si scambia la quota maggiore dei titoli greci, potevano continuare il loro corso indisturbate.

Il Parlamento Greco interviene con una seconda interrogazione parlamentare rivolta alla Banca di Grecia, che è utile riportare anche perché include stralci delle risposte prodotte dall'autorità monetaria alla prima

[165] "The Electronic Secondary Securities Market (HDAT) is the regulated market (Government Gazette, B 998/27.05.09) for Greek government securities and bonds." (Si veda la Sezione Markets/HDAT di www.bankofgreece.gr)
[166] Si veda Papandreou V. (2010a), traduzione nostra.

interrogazione. In questo secondo intervento, il Parlamento Greco accusa l'autorità monetaria di "aver depositato statistiche diverse da quelle richieste" con lo scopo di dimostrare l'assenza di vendite allo scoperto su HDAT. La Papandreou spiega che:

> "al fine di sostenere la propria tesi, ossia quella per cui la modifica apportata sarebbe una questione tecnica, atta a migliorare l'efficienza del mercato, e totalmente estranea agli attacchi speculativi mossi contro i titoli pubblici greci, la Banca di Grecia ha prodotto evidenze empiriche per il periodo 01.11.2009-14.05.2010 che mostrano una percentuale molto bassa di posizioni debitorie aperte (unsettled transactions), pari in media allo 0,76% del totale, ed inoltre mostrano che il 92% delle transazioni è stato regolato entro i primi due giorni successivi alla data di regolamento." (Papandreou V. 2010c, traduzione nostra.)

Sostenendo che dopo due giorni dalla *settlement date* vengono regolate il 92% delle transazioni, la Banca di Grecia ritiene di aver dimostrato che non ci sono state pressioni ribassiste della durata di 10 giorni, come sarebbe stato possibile sfruttando in chiave speculativa l'estensione del periodo di regolamento. Difatti, in base a questi dati la Banca di Grecia ritiene "respinta l'idea secondo cui i partecipanti avrebbe utilizzato quei dieci giorni aggiuntivi concessi per intraprendere vendite allo scoperto. Se questo fosse vero, infatti, dovremmo assistere ad una considerevole quota di transazioni regolate alla fine del decimo giorno, e non del secondo, come mostrato dai dati."[167]

Il Parlamento Greco risponde all'autorità monetaria attribuendo al particolare arco di tempo scelto dalla Banca di Grecia il risultato ottenuto: "noi avevamo richiesto informazioni fino al giorno 07.04.2010 e non fino al 14.05.2010, termine scelto deliberatamente dalla BdG"[168]. Spiega la parlamentare greca, infatti, che proprio a partire dall'8 aprile 2010 è stato istituito il divieto di vendite allo scoperto sul mercato HDAT, e che pertanto – da

[167] Si veda Papandreou V. (2010c), traduzione nostra.
[168] *Ibidem*.

quel giorno – le transazioni sono state regolate necessariamente, per legge, nel giorno immediatamente successivo alla data di regolamento. Peraltro quel divieto – nota la Papandreou – era stato introdotto proprio perché la Commissione di Vigilanza del mercato HDAT aveva riscontrato un livello eccessivo di vendite allo scoperto, livello che non sembra emergere dalle medie fornite dalla Banca di Grecia:

> "Secondo la comunicazione ufficiale della Commissione per la Supervisione ed il Controllo degli Operatori Primari dell'8 aprile 2010, a causa dell'elevato numero di vendite allo scoperto registrate, «la Commissione ha deciso di attivare un processo di asta obbligatoria per le posizioni debitorie aperte sul mercato HDAT.» Ciò significa che, a partire da quella data, il regolamento delle transazioni doveva avvenire necessariamente nel primo giorno dopo T+3. L'inclusione delle statistiche relative al periodo 08.04.2010-14.05.2010, in cui non era più operativa l'estensione del periodo di regolamento a 10 giorni, altera sostanzialmente il valore medio delle posizioni debitorie aperte." (Papandreou V., 2010c, traduzione nostra.)

È interessante notare anche, tra il materiale pubblicato dalla Papandreou, documenti interni da cui emerge un forte contrasto in seno alla Banca di Grecia circa le misure adottate in ottobre. L'Ufficio Legale della banca centrale avrebbe infatti sottolineato a più riprese[169] la necessità di introdurre, dato l'elevato rischio di un'intensificazione delle vendite allo scoperto che l'estensione del regolamento comportava, adeguati deterrenti, ossia penali e regolamenti aggiuntivi capaci di mitigare gli effetti devastanti della nuova struttura tecnica del mercato HDAT. Secondo la Papandreou, l'Ufficio Legale della Banca di Grecia avrebbe esplicitamente sottolineato "il rischio di un peggioramento nell'attività speculativa e manipolativa del mercato creato dall'abolizione di aste obbligatorie e dalla parallela eliminazione del termine di tre giorni per il regolamento delle transazioni, abolizione sancita dall'introduzione di una soluzione tecnica diffusa nei mercati OTC che consiste nel riciclo della transazione nei dieci giorni

[169] *Ibidem.*

successivi l'ordinaria *settlement date*, e dalla simultanea abolizione di qualsiasi penale inflitta agli operatori che non rispettino i termini prescritti per il regolamento delle transazioni." Conseguentemente, "l'Ufficio Legale aveva proposto l'istituzione di misure sanzionatorie atte a disincentivare la pratica speculativa delle vendite allo scoperto."[170]

L'esistenza di un simile conflitto interno all'autorità monetaria ci permette di cogliere la natura distributiva, e non tecnica, di quello che è avvenuto in Grecia quando la banca centrale ha deciso di segnalare ai mercati finanziari la possibilità di trarre profitto dalla vendita dei titoli pubblici del paese. Tuttavia, il carattere meramente temporaneo dell'operazione svolta dall'autorità monetaria, che aveva solo lo scopo di segnalare un nuovo assetto istituzionale vigente nel mercato della moneta, permette alla Banca di Grecia di sospendere lo stato di eccezione in cui ha gestito il mercato HDAT dopo sei mesi, ponendo così fine anche al dibattito istituzionale interno al paese. Nell'aprile 2010, l'autorità monetaria introduce il divieto di vendite allo scoperto sul mercato HDAT e dunque ne ripristina l'ordinario funzionamento. A quel punto, però, la situazione del mercato finanziario greco è profondamento mutata, cosicché la fine dello stato di eccezione del mercato dei titoli pubblici non coinciderà con la fine della crisi greca.

7.4 Gli effetti della speculazione sui titoli pubblici greci

7.4.1 L'inversione della curva dei rendimenti

La pratica speculativa realizzata in Grecia nei mesi in esame ha ridotto drasticamente il valore di mercato di quelle obbligazioni: il prezzo dei titoli pubblici decennali, il punto di riferimento per i mercati finanziari, si è ridotto circa del 20% in appena 6 mesi[171]. Un simile deprezzamento dei titoli pubblici greci ha reso manifesto il rischio in essi implicito entro il nuovo corso della politica monetaria europea, dando prova dell'assenza di qualsiasi forma di

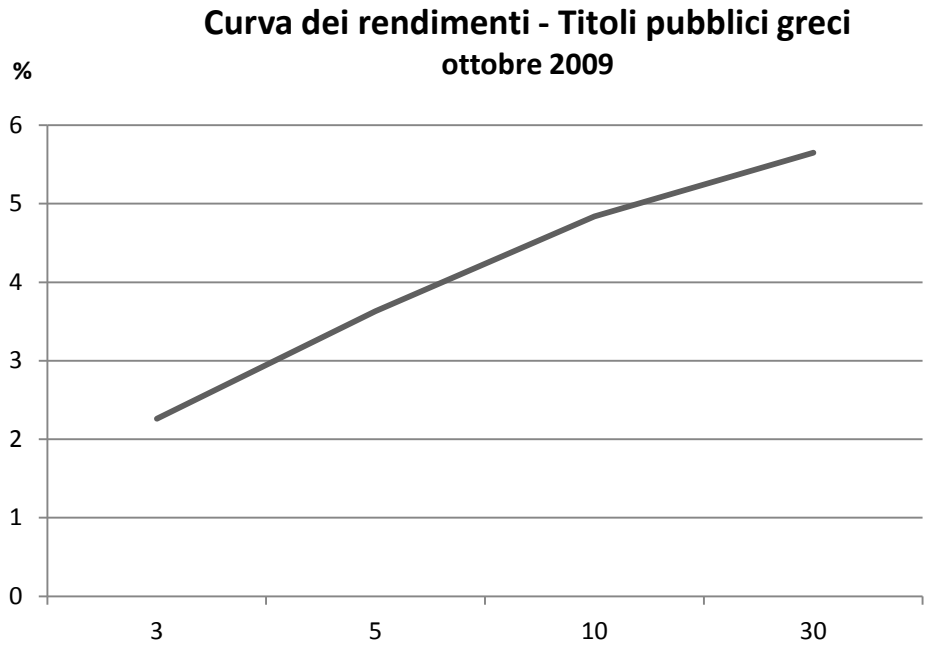
[170] *Ibidem*.
[171] Dati Bank of Greece.

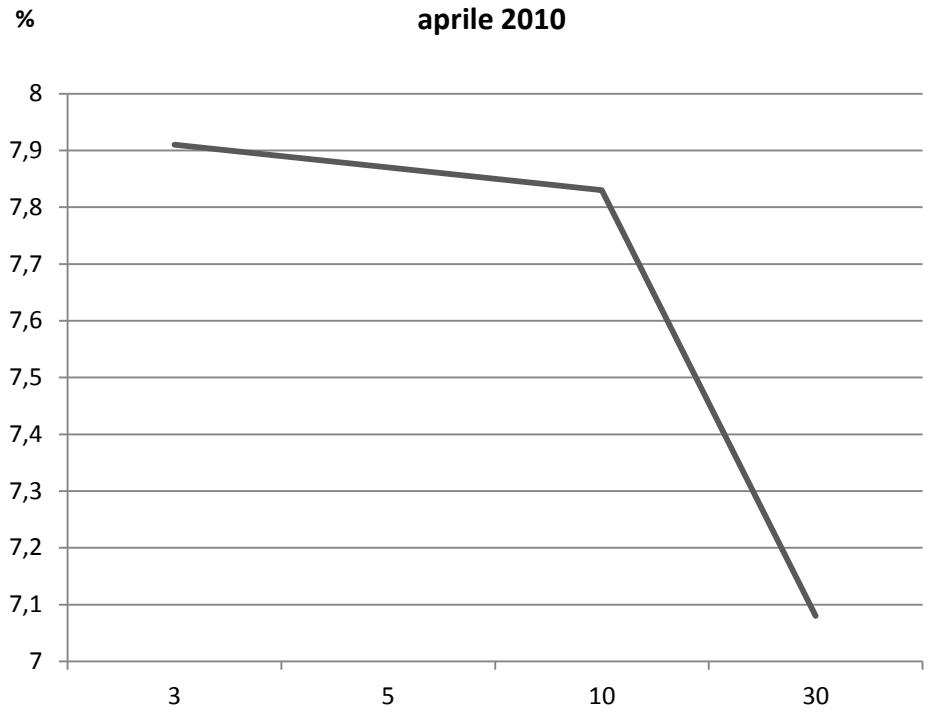
sostegno dell'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico della Grecia. È possibile mostrare, sulla base dei pochi dati a nostra disposizione, che la riduzione dei prezzi dei titoli pubblici greci registrata tra il novembre 2009 e l'aprile 2010 è imputabile ad una generalizzata vendita degli stessi, ossia da una massa di vendite che non è in nessun rapporto con il particolare rendimento offerto dai titoli, ma che può essere spiegata solo sulla base degli incentivi alla speculazione ribassista introdotti dalla banca centrale greca.

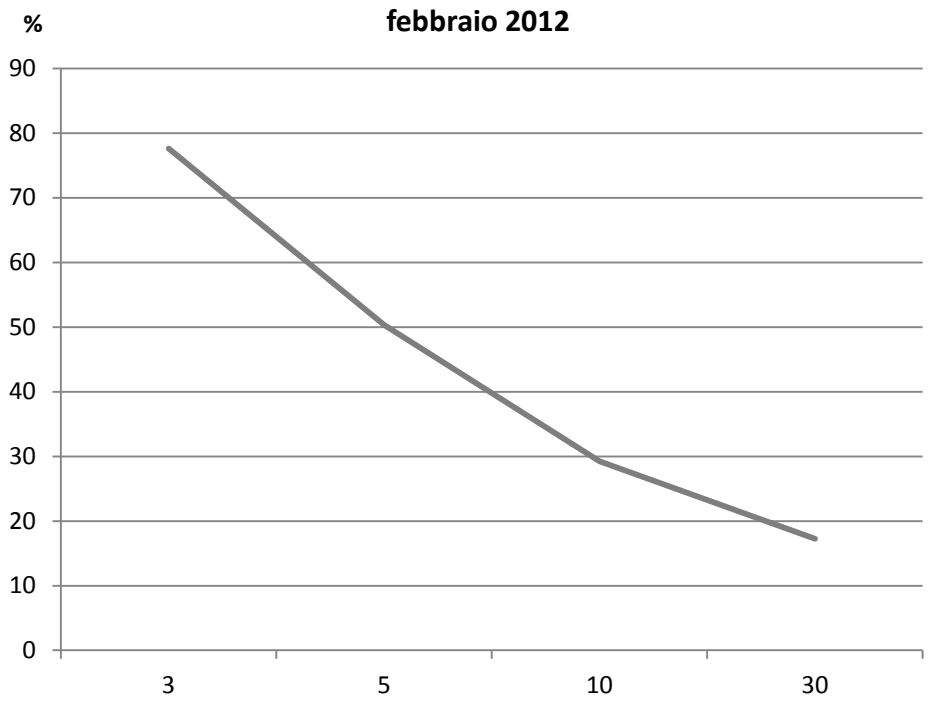
Si osservano normalmente, per una qualsiasi attività finanziaria, tassi di interesse crescenti al crescere della durata dell'obbligazione. A prescindere dall'interpretazione teorica di questo fenomeno che si può elaborare, l'evidenza empirica segnala una ricorrenza nel concreto funzionamento dei mercati finanziari: il tasso di interesse annuo cresce con la durata del prestito. La curva dei rendimenti, un grafico costruito indicando sulle ascisse le diverse scadenze di un titolo in circolazione e sulle ordinate il tasso di interesse corrispondente a quelle diverse scadenze, mostra dunque – generalmente – un andamento crescente. A partire dal novembre 2009, la Banca di Grecia registra un progressivo appiattimento della curva dei rendimenti dei titoli pubblici del paese. Nel rapporto mensile sulle dinamiche del mercato HDAT, redatto dalla banca centrale, leggiamo, con riferimento al mese di novembre, che "*the yield curve flattened considerably, with the difference between the 30- and the 3-year bond yields narrowing to 288 bps from 319 bps at the end of October.*"[172] Nel dicembre 2009 la tendenza prosegue: "*the yield curve flattened further considerably, with the difference between the 30- and the 3-year bond yields narrowing to 233 bps from 288 bps at the end of November*"[173], fino a che, a gennaio 2010, non si verifica l'inversione della curva dei rendimenti: "*the yield curve became inverted, with the difference between the 30- and the 3-year bond yields reaching -35 bps at the end of January from 233 bps at the end of December.*"[174] A partire da quel momento, la curva dei rendimenti dei titoli pubblici greci si inverte, nel senso che

[172] Cfr. Bank of Greece (2009b).
[173] Cfr. Bank of Greece (2009c).
[174] Cfr. Bank of Greece (2010a).

assume un andamento decrescente, con i titoli a più breve scadenza che offrono tassi di interesse maggiori dei rendimenti a lungo termine.







Fonte: Bank of Greece

Riteniamo ragionevole attribuire il particolare fenomeno dell'inversione della curva dei rendimenti ad una massa di vendite di titoli pubblici greci generalizzata, ossia priva di qualsiasi legame con la scadenza associata a quei titoli: introducendo forti incentivi alla speculazione ribassista sui titoli pubblici greci, l'autorità monetaria ha indotto gli operatori a vendere quelle attività finanziarie a prescindere dalla combinazione rendimento/rischio che le caratterizzava, e dunque proprio a prescindere da quei fattori che determinano, per una qualsiasi attività finanziaria, rendimenti crescenti al crescere della durata del titolo. In altre parole, lo stato di eccezione introdotto dall'autorità monetaria sul mercato HDAT ha orientato gli scambi di titoli pubblici greci alla speculazione sulle variazioni di prezzo, producendo così – come effetto collaterale – una dinamica dei tassi dell'interesse dello stesso titolo alle diverse scadenze che non coincide con quella normalmente osservata su una qualsiasi attività finanziaria.

Sappiamo che la riduzione del prezzo di un titolo si riflette necessariamente nell'incremento del suo tasso di rendimento annuo, ma è evidente che questo incremento sarà tanto maggiore quanto minore è il periodo

di tempo su cui l'interesse si deve applicare; la medesima riduzione del prezzo avrà dunque un forte impatto sul rendimento dei titoli a breve scadenza, mentre risulterà in un modesto incremento nell'interesse pagato da un titolo a lunga scadenza. I dati a nostra disposizione confermano questa interpretazione. Nell'aprile 2010, quando il paese decide di accettare il prestito istituzionale e rinuncia ad emettere nuovi titoli sul mercato, la curva dei rendimenti dei titoli pubblici greci ha stabilmente invertito il suo andamento:

Quotazioni dei titoli di stato greci sul mercato secondario HDAT						
Maturità (anni)	ottobre 2009		aprile 2010		*Variazione intercorsa*	
	Prezzo	Rendimento	Prezzo	Rendimento	*Prezzo*	*Rendimento (in punti base)*
3	104,76	2,26%	91,32	7,91%	*-12,83%*	*+ 565*
5	109,28	3,37%	92,47	7,87%	*-15,38%*	*+ 450*
10	111,01	4,57%	89,39	7,83%	*-19,48%*	*+ 326*
15	97,25	4,97%	80,33	7,46%	*-17,40%*	*+ 249*
30	88,29	5,39%	69,34	7,08%	*-21,46%*	*+ 169*
Fonte: Bank of Greece						

Come mostrato dalla tabella, nel medesimo intervallo di tempo osserviamo un riduzione dei prezzi che è tanto più intensa quanto maggiore è la durata del titolo, con i titoli a 3 anni che vedono ridursi il valore di mercato del 12,83% mentre quelli a 30 anni del 21,46%; al contrario, il corrispondente incremento nei tassi di interesse si dimostra tanto maggiore quanto minore è la durata del titolo, con i titoli a 3 anni che vedono aumentare il rendimento di 565 punti base mentre quelli a 30 anni di soli 169 punti base. Questa particolare dinamica può essere spiegata in base al fatto che i titoli pubblici greci sono venduti in massa, in quei sei mesi, solamente sulla base del profitto speculativo che si può trarre da quelle transazioni: vengono meno, in questo senso, le

condizioni normali che sono alla base di una curva dei rendimenti crescente per qualsiasi attività finanziaria.

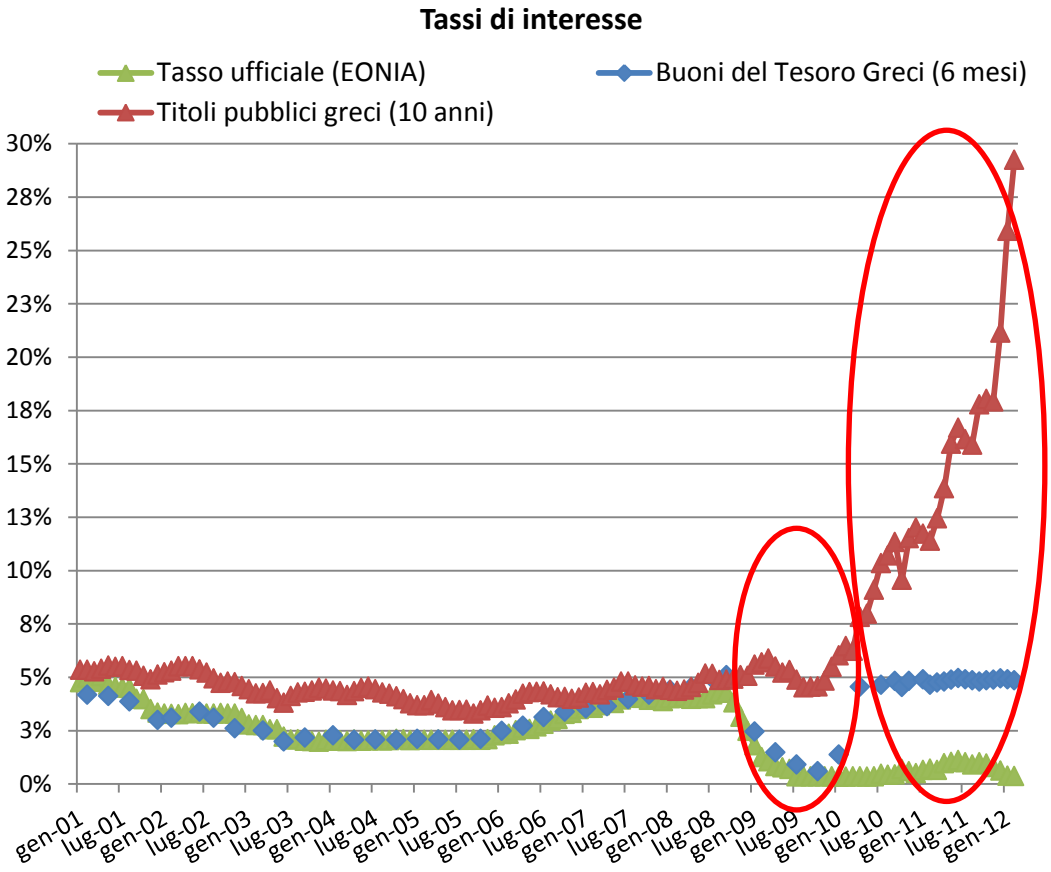
Pertanto il fenomeno dell'inversione della curva dei rendimenti rappresenta, a nostro avviso, una prova del fatto che la spirale nei tassi di interesse sui titoli pubblici greci è una diretta conseguenza dello stato d'eccezione in cui la Banca di Grecia ha governato il mercato HDAT tra il 2009 ed il 2010. È bene sottolineare, a questo punto, che l'*incipit* della crisi greca non si presenta come un ampliamento degli *spread* intorno ad un valore stabile, ma piuttosto come un continuo crollo dei prezzi delle obbligazioni pubbliche greche: mentre il rendimento sui titoli pubblici tedeschi si stabilizza intorno a valori molto contenuti, l'interesse sui titoli pubblici greci cresce continuamente dalla fine del 2009 al 2012. Tuttavia, una volta realizzato quell'iniziale deprezzamento, si diffonde la consapevolezza che un simile fenomeno può colpire i titoli pubblici europei, secondo logiche che approfondiremo nel prossimo capitolo; tutti i titoli pubblici che non appaiono ancorati ai bassi tassi di interesse fissati dall'autorità monetaria, come quelli tedeschi, vengono così associati ad un qualche premio per il rischio di deprezzamento, e dunque dimostrano un ampliamento degli *spread* dotato di stabilità.

7.4.2 Lo *spread* come rischio di deprezzamento

Una conferma del nesso che lega l'ampliamento degli *spread* al rischio di deprezzamento che si è andato via via associando ad alcuni titoli pubblici europei, a partire da quelli greci, ci viene fornita da un fenomeno di cui poco si è discusso: sebbene, come abbiamo detto, la Grecia smetta di collocare titoli pubblici a breve e lungo termine dal maggio 2010, non smette mai di collocare titoli a brevissimo termine, ovvero i Buoni del Tesoro, caratterizzati da scadenze che vanno da uno a sei mesi. Analizziamo nel dettaglio l'andamento del tasso di interesse sui titoli pubblici greci caratterizzati da diverse scadenze[175],

[175] Nel confronto fra le diverse scadenze, faremo riferimento ai titoli a 10 anni, da un lato, ed a quelli a 6 mesi dall'altro. Il risultato non cambia se impieghiamo dati relativi ad obbligazioni

confrontandolo anche con il tasso di interesse controllato dall'autorità monetaria, con lo scopo di far emergere correlazioni e divergenze tra queste dinamiche:



Fonte: Bank of Greece

Tra il 2001 ed il 2006, quando l'area dell'euro attraversa la transizione dal modello *standard* al modello europeo, la dinamica di questi tre tassi di interesse può essere definita normale: il costo dell'indebitamento pubblico segue la dinamica del tasso di interesse controllato dall'autorità monetaria, senza differenze tra l'andamento dei titoli a 6 mesi e quelli a 10 anni; il tasso di interesse sul debito pubblico segue l'orientamento imposto dall'autorità monetaria ai mercati finanziari.

caratterizzate, da una parte, da scadenze comunque superiori ai 12 mesi e, dall'altra, da scadenze comunque inferiori ai 12 mesi.

Osserviamo che a partire dall'ottobre 2008, quando l'Eurosistema crea una quantità di moneta straordinaria per contrastare la crisi di liquidità seguita al fallimento della Lehman Brothers, i tassi a brevissimo termine si riducono drasticamente, seguendo il livello fissato dalla banca centrale sul mercato monetario. In quel periodo, la differenza tra i tassi pagati dai titoli pubblici a 10 anni e quelli a 6 mesi è una differenza nei livelli, ma non nella dinamica – che risulta essere identica in ragione della possibilità di arbitraggio che sussiste tra le diverse scadenze di una stessa obbligazione. Per questo motivo, quando i tassi dei titoli pubblici a 10 anni vengono sospinti al rialzo dalla dinamica speculativa avviata nel novembre 2009, i tassi dei titoli a 6 mesi li seguono.

Tuttavia, questa perfetta correlazione tra i rendimenti dei titoli pubblici greci a brevissima scadenza e quelli a 10 anni termina quando la Grecia accetta il prestito istituzionale, e dunque smette di collocare titoli diversi dai Buoni del Tesoro a brevissima scadenza. A quel punto, l'attività di arbitraggio tra i titoli a 6 mesi, regolarmente emessi, e quelli a più lunga scadenza, che non vengono più offerti sul mercato, smette di essere possibile, e si rende evidente la natura della dinamica da cui hanno origine gli *spread* tra i titoli pubblici dei paesi europei. Infatti, i titoli pubblici greci a brevissima scadenza manifestano, a partire dal maggio 2010, un andamento assolutamente stabile, in linea con quello dei tassi determinati dall'autorità monetaria, mentre i titoli decennali, investiti dalle dinamiche speculative, continuano a perdere valore sui mercati finanziari.

La particolare dinamica dei titoli pubblici greci a brevissima scadenza ci mostra chiaramente che l'incremento nei tassi di interesse sui titoli pubblici europei trova una spiegazione nel rischio di deprezzamento che i mercati finanziari associano a quelle attività finanziarie, e dunque non può colpire titoli che, in ragione della loro brevissima durata, sono di norma detenuti fino alla scadenza e pertanto non vengono influenzati affatto dal rischio di deprezzamento. Se dietro allo *spread* ci fosse una qualche stima della probabilità di insolvenza del debitore pubblico, oppure della probabilità che la Grecia, uscendo dall'euro, svaluti la sua moneta, quella probabilità interesserebbe alla

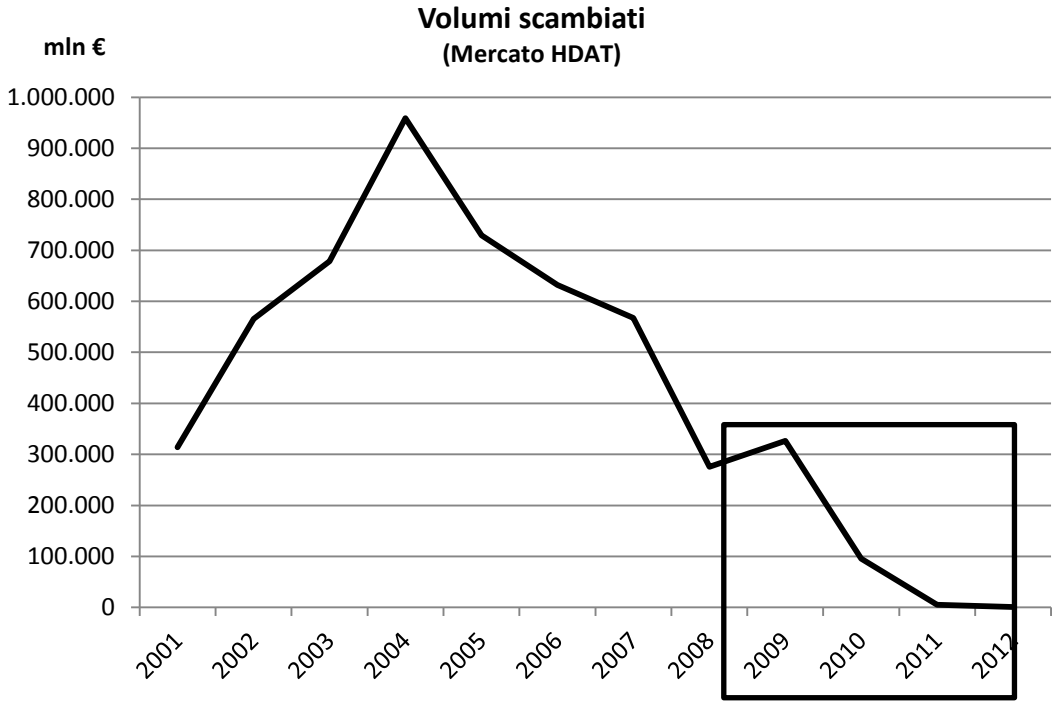
stessa maniera i titoli a 6 mesi e quelli a 10 anni. Al contrario, l'osservazione dei fatti ci permette di cogliere una dinamica divergente tra titoli pubblici a lunga scadenza e titoli pubblici a breve scadenza: tale differenza non può che essere imputata al fatto che l'incremento nei tassi di interesse dei primi ha a che fare con il rischio di deprezzamento che l'assenza di un sostegno dell'autorità monetaria implica, un rischio che non ha ragione di esistere con riferimento ai titoli a brevissima scadenza, che sono di norma detenuti fino alla scadenza e dunque rimborsati al loro valore facciale.

7.4.3 Il divieto delle vendite allo scoperto

Prima di procedere oltre, dobbiamo sottolineare un elemento che ha orientato la nostra analisi ad approfondire, in maniera specifica, quel primo incremento registrato nei tassi di interesse sul debito pubblico greco tra il novembre 2009 ed il maggio 2010. A partire da quest'ultima data, il mercato HDAT si svuota, nel senso che l'ammontare di transazioni svolte sulla piattaforma gestita dall'autorità monetaria si riduce drasticamente:

> "it actually became impossible to cover shorts on Greek bonds, because most players left carrying long positions in the market were in fact Greek themselves. Meanwhile, the squeeze on stock held by credit-worthy counterparties led to completely unpalatable borrowing costs for market makers (or repo fees). Credit risk, effectively began to outweigh the potential shorting gain, leading those wanting to short the market into the CDS market instead. This, by the way, was something grossly misunderstood by the Greek government and the reason why HDAT's resumption of forced auctions in April backfired the way it did." (Kaminska, 2010.)

Ed infatti osserviamo che i volume scambiati sul mercato HDAT crollano a partire dal maggio 2010:

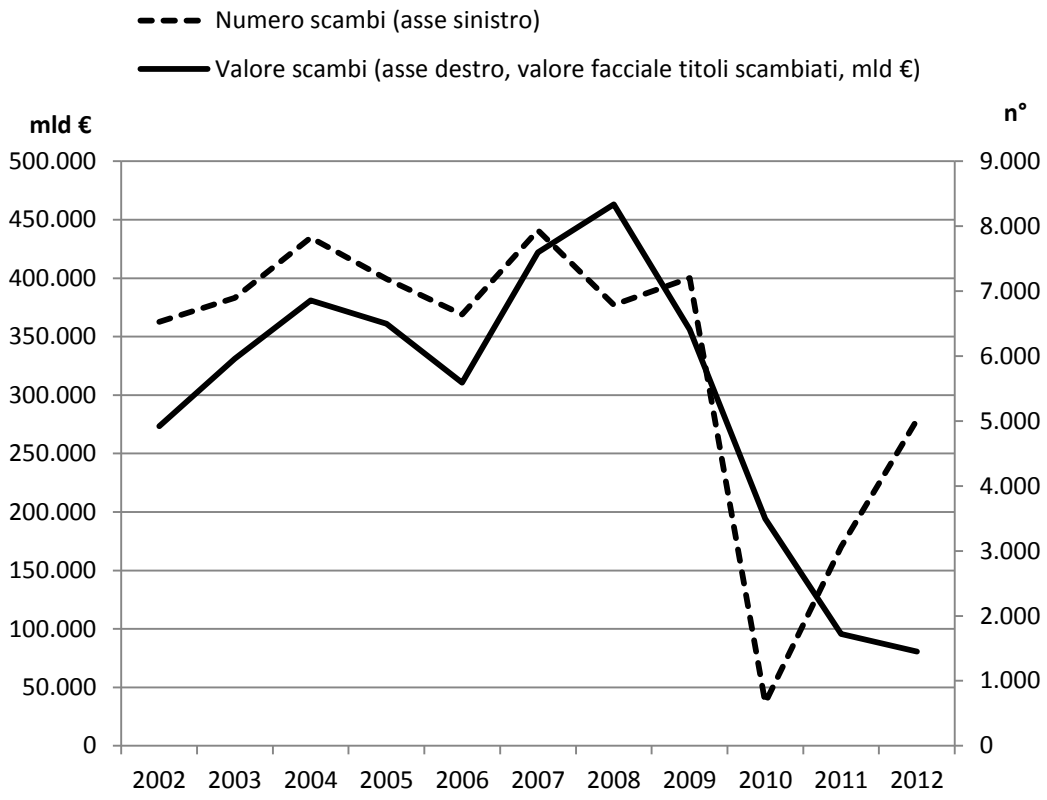


Fonte: Bank of Greece

Come abbiamo spiegato, i titoli del debito pubblico greco hanno assunto, in ragione del marcato deprezzamento registrato nell'arco di pochi mesi, un carattere speculativo: l'impossibilità di realizzare vendite speculative sui titoli del debito pubblico greco, sancita nell'aprile 2010 dall'autorità monetaria, finisce per tradursi nell'assenza di qualsiasi incentivo a cedere quei titoli, oramai associati ad un prezzo significativamente inferiore al valore facciale. In pratica, la spirale nei tassi di interesse che si verifica tra la fine del 2009 e l'inizio del 2010 porta il prezzo dei titoli pubblici ad un livello così basso da impedire un'ordinaria ripresa degli scambi su quello specifico mercato. L'incremento nei tassi dell'interesse che si realizzerà nei mesi seguenti sarà il frutto di un numero esiguo, insignificante di scambi, e dunque non appare indicativo di alcun movimento rilevante sul mercato HDAT; al contrario, la spirale iniziale nel costo dell'indebitamento pubblico è il risultato di sensibili movimenti registrati su quello specifico mercato, e trova dunque una spiegazione nel significato economico che può essere attribuito agli scambi che su HDAT, regolarmente, si realizzavano.

Tuttavia, lo svuotamento del mercato HDAT non implica affatto un arresto generalizzato degli scambi di titoli pubblici greci, dal momento che – come abbiamo detto – quegli scambi vengono realizzati anche su piattaforme di mercato differenti da quella gestita dall'autorità monetaria greca. Il sistema contabile BOGS, che registra gli scambi di titoli pubblici greci che si realizzano in qualsiasi mercato secondario (dunque su HDAT ma anche su diversi mercati non regolamentati), mostra una riduzione significativa del livello dell'attività che però non sfocia, come nel caso di HDAT, nella sostanziale cessazione degli scambi:

Scambi di titoli pubblici greci sui mercati secondari



Fonte: Bank of Greece

A differenza di ciò che accade su HDAT, dove i volumi scambiati annualmente passano dai circa 326 miliardi di euro del 2009 ai 680 milioni di euro del 2012, sui mercati non regolamentati gli scambi di titoli pubblici greci procedono, sebbene a ritmi più contenuti, anche dopo il maggio 2010.

La situazione che si viene a creare, per cui su HDAT viene scambiato un numero insignificante di titoli pubblici greci mentre sui mercati non regolamentati gli scambi procedono, attribuisce una importanza straordinaria alle sporadiche transazioni che continuano a realizzarsi su HDAT: quei pochi scambi continuano a trasmettere un prezzo – pur se privo di significato economico – ai mercati, semplicemente perché così è previsto dai regolamenti illustrati, cosicché la spirale nei tassi di interesse sui titoli pubblici greci prosegue anche dopo il maggio 2010, con i titoli decennali che giungono a sfiorare il 30% di rendimento nel febbraio 2012. Questi scambi sporadici, dunque, svolgono un ruolo importante perché, spingendo al ribasso il prezzo sul mercato HDAT, allontanano il momento in cui la Grecia sarà in grado di tornare a finanziarsi autonomamente sui mercati, rendendo necessario e strutturale il sostegno finanziario assicurato dalle istituzioni internazionali intervenute. In altre parole, fintantoché il prezzo dei titoli pubblici greci continua ad essere sospinto verso il basso, quelle particolari attività finanziarie continuano a mantenere quel carattere speculativo che impedisce al paese di rifinanziare il proprio debito pubblico sui mercati.

È alla luce di tutte queste considerazioni che abbiamo potuto associare, nella nostra analisi, l'*incipit* della crisi greca alla dinamica speculativa registrata sul mercato HDAT tra il novembre 2009 e l'aprile 2010. Tuttavia, come mostreremo, la crisi greca del debito pubblico non termina con lo stato di eccezione imposto al mercato HDAT dalla Banca di Grecia. Dal momento che, con l'introduzione del divieto di vendita allo scoperto su HDAT e la definizione del primo programma di sostegno alla Grecia, la situazione del paese passa sotto il controllo delle autorità europee, appare possibile proseguire il nostro studio della crisi greca solamente spostando l'attenzione dal dettaglio del mercato dei titoli pubblici gestito dalla Banca di Grecia, che ci ha permesso di cogliere la natura dell'*incipit* di quella crisi, al più ampio quadro di interventi realizzati dalle autorità europee per gestire la crisi greca.

7.5 La gestione dello stato di eccezione

7.5.1 L'anomalia dei titoli pubblici greci

Abbiamo spiegato, in questo capitolo, che l'incremento nei tassi di interesse sul debito pubblico greco riflette un aumento del rischio di deprezzamento – associato a quelle attività finanziarie in seguito al deprezzamento effettivo registrato moderatamente dopo l'ottobre 2008 e, sensibilmente, a partire dal novembre 2009. Questo maggiore rischio attribuito, sulla scorta dell'esperienza, ai titoli del debito pubblico greco viene in qualche maniera sancito dal peggioramento del *rating* associato a quelle particolari attività finanziarie. Tra l'ottobre 2008 e l'aprile 2010, le principali agenzie di *rating* declassano progressivamente i titoli del debito pubblico greco: da A1 ad A3 sulla scala impiegata da Moody's e da A a BBB+ su quella adottata da Standard & Poor's e Fitch, dunque sempre di due posizioni. In altre parole, il *rating* ufficializza il nuovo *status* che caratterizza i titoli pubblici greci all'interno del modello europeo, traducendo in termini istituzionali la maggiore possibilità di deprezzamento che il nuovo atteggiamento dell'autorità monetaria europea produce.

Non è un caso, tuttavia, che il declassamento si sia fermato proprio ad un passo dal livello BBB- (sulla scala di Fitch e S&P, la stessa adottata come riferimento internazionale), e solamente due livelli più in basso degli anni precedenti, nonostante lo straordinario deprezzamento che stava investendo quelle attività finanziarie, e che avrebbe forse potuto giustificare un declassamento maggiore. Come vedremo, il *rating* dei titoli non è scisso dal contesto istituzionale entro cui operano i mercati finanziari ma, al contrario, non fa altro che assecondare le scelte fondamentali di politica economica, orientando le dinamiche di mercato verso le direzioni indicate dall'autorità monetaria.

Il livello BBB-, che si è attentamente evitato di oltrepassare fino al maggio 2010, corrisponde esattamente alla soglia posta dall'autorità monetaria europea al *rating* minimo accettato per le garanzie delle operazioni di mercato aperto

dopo svolta di politica monetaria del 2008[176]: ciò significa che se il *rating* fosse stato abbassato oltre quella soglia, i titoli pubblici greci non avrebbero più potuto essere impiegati come garanzia dei prestiti nell'ambito delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema. Questo fattore appare di primaria importanza, perché tanto la capacità di indebitamento del governo greco quanto la stessa attività speculativa che si stava verificando su quel debito poggiavano, in misura decisiva, sulla possibilità di impiegare quelle attività finanziarie in sede di rifinanziamento presso la banca centrale. Per quanto concerne la capacità di indebitamento pubblico, è evidente che questa discende dalla possibilità di emettere attività finanziarie che siano sottoscritte in ragione della loro estrema liquidità, e non di rendimenti via via crescenti. Anche i movimenti speculativi erano associati alla particolare natura di quelle attività finanziarie che, in quanto titoli del debito pubblico, risultavano dotate di una liquidità straordinaria, e dunque continuavano ad essere acquistate a prescindere dal forte deprezzamento che ne stava caratterizzando il corso. Quella liquidità, come abbiamo spiegato nei capitoli precedenti, non è una proprietà intrinseca dei titoli pubblici, ma è un dato istituzionale, che dipende dalla disposizione della banca centrale ad accettare quei titoli nell'ambito delle sue operazioni di mercato aperto. E l'intensità della dinamica speculativa verificatasi sui titoli greci all'inizio della crisi si spiega proprio sulla base del fatto che quelle particolari attività finanziarie garantivano, contemporaneamente, rendimenti elevati e massima liquidità, combinando le qualità dei titoli speculativi con quelle che storicamente hanno caratterizzato i titoli pubblici. Quei rendimenti provenivano dallo stato di eccezione imposto dall'autorità monetaria al mercato dei titoli pubblici greci, così come quel grado di liquidità era la conseguenza del fatto che l'Eurosistema continuava ad accettare i titoli pubblici di tutti i paesi europei come equivalenti garanzie delle operazioni di mercato aperto.

Il declassamento dei titoli pubblici greci rispetta, dunque, il perimetro disegnato dall'autorità monetaria europea fino all'aprile 2010, ma le tensioni

[176] Si veda European Central Bank (2008).

distributive implicite in quel complesso intreccio tra banca centrale, settore finanziario e governo greco conferiscono ai titoli del debito pubblico greco una posizione particolarissima nei mercati finanziari.

L'eccezionalità dello *status* assunto dai titoli pubblici greci sui mercati finanziari a partire dal novembre 2009 può essere colta pienamente se si guarda alle caratteristiche[177] dell'ultima emissione di titoli a scadenza annuale, realizzata dalla Grecia nell'aprile 2010, ossia poco prima che il prestito istituzionale si sostituisse alla gran parte del finanziamento ordinario del debito pubblico. In aprile, dunque dopo che si era realizzato lo straordinario deprezzamento iniziale dei titoli pubblici greci, il governo mette all'asta 600 milioni di euro di obbligazioni ad un anno. La domanda di quei titoli, al tempo stesso speculativi e perfettamente liquidi, è tale che pervengono richieste per quasi 4 miliardi di euro, con un rapporto di copertura reale pari, per l'esattezza, al 654%. In altre parole, gli operatori finanziari si dimostrano disposti a sottoscrivere 6,5 volte la nuova emissione, senza che questa straordinaria domanda possa tradursi in una contrazione dei tassi dell'interesse, che al contrario continuano a crescere, passando dal 2,2% dell'emissione precedente, realizzata appena tre mesi prima, al 4,85%. Questo fenomeno ci permette di cogliere tutta l'influenza esercitata dal contesto istituzionale sulle dinamiche dei mercati finanziari: le regole che governano il processo di indebitamento pubblico della Grecia, illustrate precedentemente, impediscono che una tale sproporzione tra domanda ed offerta si traduca in una contrazione nei tassi di interesse. È bene notare che lo stesso volume di domanda di titoli pubblici greci produce differenti effetti sui prezzi a seconda del particolare contesto istituzionale entro cui si manifesta: sul mercato primario, dove l'ammontare offerto è limitato ai titoli di nuova emissione, produce un eccesso di domanda, i cui effetti sui prezzi risultano però neutralizzati da fattori istituzionali; al contrario, sul mercato secondario si confronta con un'offerta gonfiata dalle vendite allo scoperto, e dunque si risolve

[177] Dati Ministry of Finance, Hellenic Republic.

in una eccedenza dell'offerta sulla domanda che spinge al ribasso il prezzo dei titoli pubblici greci.

Un simile processo è emblematico della differenza che vi è tra il debitore pubblico ed un qualsiasi debitore privato: nel caso di un privato, infatti, nessun tasso di interesse potrebbe compensare il rischio di deprezzamento di un titolo che, in ragione del fallimento certo del debitore, è destinato a non essere mai rimborsato; al contrario, il rimborso del titolo pubblico dimostra di essere considerato pressoché certo, e dunque la domanda di quelle attività finanziarie appare straordinariamente elevata pure in presenza di un altissimo rischio di deprezzamento quale quello associato ai titoli pubblici greci all'inizio del 2010.

Il carattere speculativo assunto dai titoli pubblici greci nel 2010 emerge limpidamente dai dati che descrivono l'intervento diretto sul mercato dei titoli pubblici greci dell'Eurosistema, di cui ci occuperemo estesamente nel prossimo capitolo. Dal momento che l'Eurosistema entra in quel mercato, si pone a valle del processo speculativo e ci permette dunque di osservarne il risultato. Nel pubblicare i suoi bilanci annuali, la Banca Centrale Europea, il vertice dell'Eurosistema, dichiara di aver tratto interessi attivi netti "originati dalle consistenze della BCE in titoli di Stato greci" pari a 654 milioni di euro nel 2011 ed a 555 milioni di euro nel 2012[178]. Poiché il dato si riferisce solamente alla quota di profitti dell'intero Eurosistema spettante alla Banca Centrale Europea, che rappresenta circa l'8% di del totale[179], è possibile calcolare approssimativamente che l'autorità monetaria europea ha guadagnato, grazie agli interessi sui titoli pubblici greci detenuti, 8,2 miliardi di euro nel 2011 e 6,9 miliardi di euro nel 2012. A questo punto, solo allo scopo di individuare l'ordine di grandezza del rendimento raggiunto dai titoli pubblici greci in seguito alla speculazione, e dunque senza alcuna pretesa di puntualità, possiamo calcolare che – in base alle informazioni citate - l'interesse su quei titoli sarebbe stato pari al 27% nel 2011 e al 23% nel 2012: si tratta di livelli di rendimento tipici di titoli speculativi e non di obbligazioni pubbliche. Vi si aggiunga il fatto che

[178] Cfr. European Central Bank (2013a).
[179] Cfr. Reuters (2013).

l'Eurosistema ha acquistato titoli greci per un valore nominale di 33,9 miliardi di euro ad un prezzo di 30,8 miliardi di euro, e che dunque potrà riscuotere, alla scadenza, 3,1 miliardi di euro di guadagni in conto capitale che si sommano ai già rilevanti rendimenti speculativi garantiti da quei titoli ogni anno. In ragione della sua posizione istituzionale, l'Eurosistema si è impegnato a trasferire al governo greco tutti i profitti legati al possesso dei titoli pubblici greci, dimostrando di non prendere parte alla spartizione dei profitti speculativi generati, in questi anni, sul debito pubblico della Grecia. Tuttavia, nelle statistiche prodotte dall'autorità monetaria troviamo una conferma della natura speculativa assunta da quelle attività finanziarie a partire dalla fine del 2009, ossia proprio in coincidenza con l'*incipit* della crisi greca.

La particolare situazione in cui si trova il debitore pubblico greco nell'aprile 2010 pone dei problemi di carattere istituzionale. Da un lato, il governo greco è costretto ad indebitarsi a costi sempre crescenti, senza che vi sia un apparente limite a quella spirale nei tassi di interesse, ma non ha alternative all'emissione di titoli pubblici, nonostante le anomalie che caratterizzano ormai quelle attività finanziarie. D'altro canto l'autorità monetaria, nella misura in cui continua ad accettare i titoli pubblici greci come garanzie dei suoi prestiti, sta permettendo al governo greco di continuare a contrarre debiti sul mercato e, contemporaneamente, al mercato di speculare su quel debito. Posta al centro di una simile tensione tra mercati finanziari e governo greco, l'autorità monetaria europea individuerà una soluzione che, come mostreremo nel prossimo paragrafo, rende possibile la prosecuzione dell'attività speculativa sul debito pubblico greco, precludendo di fatto al paese il ritorno sui mercati finanziari e dunque costringendolo a poggiare il processo di indebitamento pubblico sul sostegno finanziario garantito dalle istituzioni europee.

7.5.2 L'evoluzione della crisi greca ed il ruolo dell'Eurosistema

Mostreremo che, coerentemente con il quadro interpretativo sviluppato sino a questo punto, è possibile leggere le più recenti evoluzioni della crisi come

il frutto di una precisa politica monetaria del debito pubblico: in particolare, argomenteremo che l'Eurosistema istituzionalizza l'anomalia implicita nel corso dei titoli pubblici greci incorporando, nelle sue operazioni di mercato aperto, quello stato di eccezione che aveva caratterizzato il funzionamento del mercato dei titoli pubblici greci all'origine della crisi.

Nel maggio 2010, contestualmente all'erogazione del primo sostegno finanziario alla Grecia, l'Eurosistema apporta una modifica al suo disegno delle operazioni di mercato aperto, introducendo una eccezione alle regole sulle garanzie di quelle operazioni:

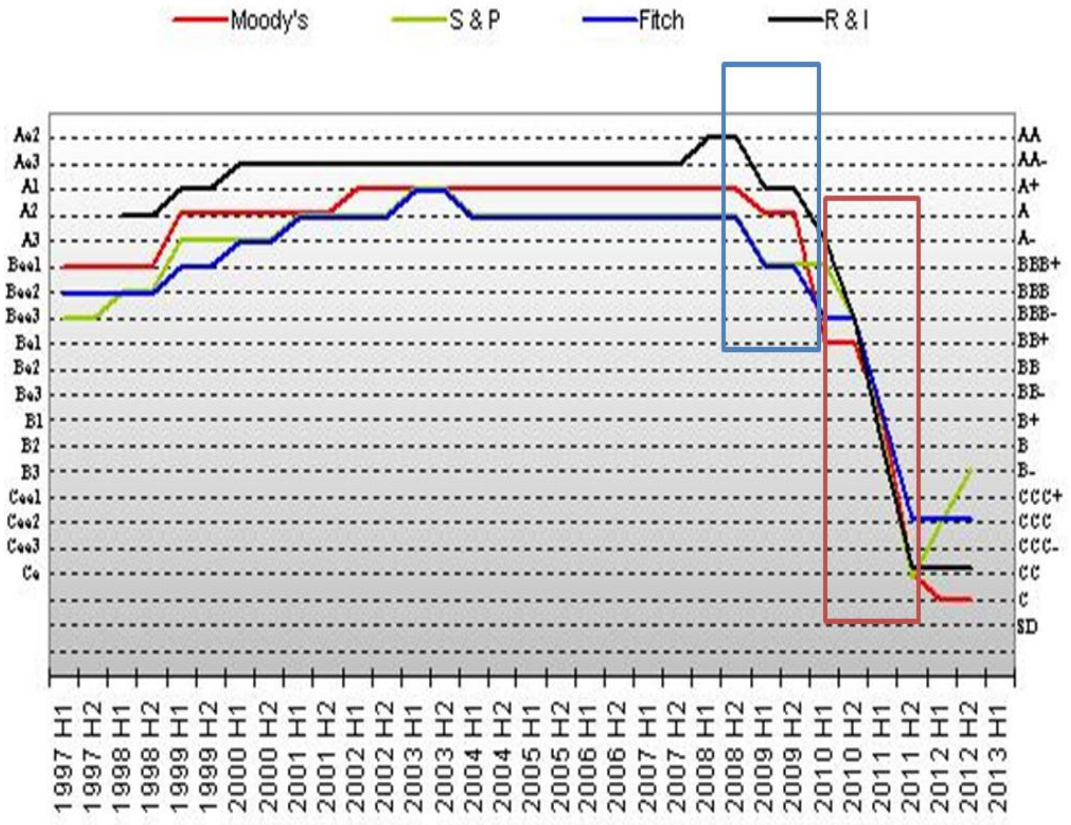
> "The Governing Council of the European Central Bank (ECB) has decided to suspend the application of the minimum credit rating threshold in the collateral eligibility requirements for the purposes of the Eurosystem's credit operations in the case of marketable debt instruments issued or guaranteed by the Greek government. This suspension will be maintained until further notice." (European Central Bank, 2010b)

A partire da quella data, dunque, viene sospeso il limite minimo al *rating* dei titoli pubblici greci accettati in qualità di collaterale dei prestiti della banca centrale. Ciò significa che l'autorità monetaria annuncia che accetterà quelle attività finanziarie in cambio di liquidità a prescindere dal *rating* che le accompagna, cioè a prescindere dal rischio di deprezzamento registrato dai mercati finanziari tramite le agenzie di *rating*. In questa maniera, l'anomalia dei titoli pubblici greci che abbiamo descritto nel paragrafo precedente assume una veste istituzionale, nel senso che i titoli pubblici greci vengono ammessi come garanzia delle operazioni di mercato aperto a prescindere dalla stabilità del loro corso, e solo per scelta dell'autorità monetaria. Questa misura apparirebbe perfettamente comprensibile entro gli equilibri del modello *standard*, laddove l'autorità monetaria è costantemente impegnata a sostenere il processo di indebitamento pubblico. Invece, introdotta nel contesto del modello europeo e

con riferimento al debito pubblico greco, l'iniziativa dell'Eurosistema appare difficile da decifrare, soprattutto in relazione alla sua tempistica.

Bisogna infatti sottolineare che la misura interviene solo dopo che la Grecia ha smesso di collocare titoli sui mercati, e dunque i suoi effetti non possono in alcuna maniera sostenere l'ordinario processo di indebitamento pubblico: il sostegno alla domanda di titoli pubblici greci che tale misura necessariamente produce si scarica unicamente sui mercati secondari, dove i titoli in circolazione continuano ad essere scambiati entro una dinamica speculativa, ma non sortisce alcun effetto sul mercato primario, cioè sul costo dell'indebitamento pubblico del paese, semplicemente perché quel mercato è stato di fatto sostituito dal prestito istituzionale concesso alla Grecia. Inoltre, per effetto di questa misura, il prezzo dei titoli pubblici scambiati su HDAT perde qualsiasi legame con il grado di liquidità del titolo mentre continua a determinare in maniera univoca il costo dell'indebitamento pubblico del paese, cosicché la Grecia si trova a non poter più collocare titoli del debito pubblico a tassi ragionevoli proprio mentre i suoi titoli pubblici già in circolazione vengono dotati di una liquidità straordinaria, in quanto scissa dalla rischio di deprezzamento del titolo stesso. In questo particolarissimo contesto, dunque, il prezzo determinato sul mercato HDAT, che continua a ridursi, finisce per rappresentare un costo dell'indebitamento virtualmente crescente ma non, corrispondentemente, un mercato minore, dal momento che l'autorità monetaria garantisce il massimo grado di liquidità a quelle particolari attività finanziarie.

Dopo l'introduzione di questa misura, si verifica finalmente quel drastico declassamento del debito pubblico greco che nei primi mesi della crisi era stato frenato dal contesto istituzionale, che avrebbe impedito a monte l'intera manovra speculativa se questa avesse portato i titoli pubblici greci fuori dall'alveo delle garanzie accettate dall'Eurosistema.



Dal maggio 2010 i titoli pubblici greci perdono, nel giro di un anno, dieci posizioni nel *rating*, a fronte delle due perse nei primi sei mesi di speculazione ribassista: si pongono così le condizioni perché la Grecia affondi nell'impossibilità di tornare a finanziare il suo debito pubblico sul mercato.

Per comprendere quanto la politica dei collaterali dell'Eurosistema sia rilevante nella dialettica tra mercati finanziari e governo greco, possiamo guardare a cosa è accaduto nel febbraio 2012, quando il paese ha proposto, nell'ambito del secondo programma di sostegno finanziario, una ristrutturazione del proprio debito pubblico ai creditori privati, ossia a quei soggetti che, a valle dell'attività speculativa, si trovavano in possesso dei titoli pubblici greci.

Quella ristrutturazione è stata richiesta dai creditori istituzionali del paese, con lo scopo di indurre i creditori privati a contribuire al sostegno finanziario provvisto alla Grecia. Poiché abbiamo mostrato che la dinamica dei titoli pubblici greci è caratterizzata da movimenti speculativi di straordinaria

dimensione e intensità, possiamo immaginare che nel febbraio 2012 quei titoli garantissero ai loro proprietari dei rendimenti altissimi, e che l'opportunità di detenerli fino alla scadenza avrebbe consentito ai proprietari di conseguire un profitto in conto capitale rilevante. In questo senso, possiamo affermare che la ristrutturazione del debito pubblico greco può essere interpretata come una operazione redistributiva dei profitti speculativi guadagnati, tra la fine del 2009 e l'inizio del 2012, su quelle particolari attività finanziarie – in parte a scapito del governo greco, per il periodo in cui continuava a finanziarsi sui mercati, ed in parte tra istituzioni finanziarie private che hanno assunto posizioni diverse sui mercati.

Riteniamo utile guardare alla ristrutturazione del debito pubblico greco realizzata nel febbraio 2012 perché, in quella circostanza, l'autorità monetaria europea ha deciso di intervenire attivamente a sostegno del governo greco, sospendendo la possibilità di impiegare i titoli pubblici greci in qualità di collaterale in attesa dell'esito dell'operazione. In questa maniera, i proprietari dei titoli pubblici greci hanno dovuto scegliere tra due possibilità: accettare un taglio di circa il 50% del valore nominale di quei titoli, oppure rinunciare al loro impiego presso la banca centrale in attesa della loro scadenza, che gli avrebbe fruttato ingenti profitti. L'85,8% dei proprietari decide di accettare la ristrutturazione del debito[180].

Questa vicenda mostra, ancora una volta, il ruolo fondamentale svolto dal contesto istituzionale nell'orientare le dinamiche dei mercati finanziari, oltre a rendere evidente un fatto: i titoli pubblici greci traevano tutta la loro liquidità dall'autorità monetaria europea, e non appena quest'ultima ha negato al debito pubblico greco quella liquidità, le corrispondenti attività finanziarie hanno generato nel portafoglio finanziario dei proprietari una carenza di risorse liquide insostenibile, tale da indurre quelle istituzioni finanziarie a rinunciare ad una parte dei profitti speculativi conseguiti sul debito pubblico greco pur di tornare ad ottenere la liquidità necessaria.

[180] Si veda Ministry of Finance, Hellenic Republic (2012).

Quanto illustrato in questo paragrafo lascia aperta una questione fondamentale. La tensione tra governo greco e mercati finanziari è stata risolta, nel maggio 2010, separando il processo di indebitamento pubblico della Grecia dal corso dei titoli del debito in circolazione: in altre parole, lo stato di eccezione nel funzionamento del mercato dei titoli pubblici greci, che aveva consentito la spirale nel tasso di interesse verificatasi in quei mesi, è stato tradotto nel disegno delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema, dove è stata introdotta, per l'appunto, l'eccezione dei titoli pubblici greci, accettati come garanzie indipendentemente dal loro *rating*. Una simile soluzione, come è evidente, poggia sulla prosecuzione di uno stato di eccezione che rende il quadro istituzionale incerto e, di conseguenza, difficilmente governabile. Mostreremo ora che, già nel maggio 2010, vengono poste le basi per una architettura istituzionale che può essere concepita come il completamento del modello europeo di politica monetaria del debito pubblico, un assetto entro cui appare possibile gestire lo *spread* tra i rendimenti dei titoli pubblici dei diversi paesi europei senza passare per misure eccezionali quali quelle introdotte in Grecia nel novembre 2009. Nella sua forma definitiva, il modello europeo affermato dall'autorità monetaria consente di calibrare con precisione il grado di sostegno dell'Eurosistema al processo di indebitamento pubblico dei singoli paesi. Questa nuova modalità di gestione degli *spread* consente, in altre parole, di evitare di produrre tutte quelle anomalie, nel processo di indebitamento pubblico così come sui mercati finanziari, che hanno caratterizzato la disordinata evoluzione della crisi greca.

Capitolo VIII La politica monetaria europea come dispositivo disciplinante

8.1 Gestione degli *spread* e nuovo assetto istituzionale europeo

8.1.1 Il significato del caso greco nel contesto europeo

Abbiamo sviluppato, in questa tesi, una interpretazione della crisi del debito pubblico come risultato diretto dell'operato dell'autorità monetaria europea: fin dall'ampliamento degli *spread* tra titoli pubblici greci e tedeschi che è all'origine di quella crisi, il processo di indebitamento pubblico della Grecia è stato gestito attivamente dall'Eurosistema, in parte tramite scelte di politica monetaria a livello europeo ed in parte attraverso i margini di autonomia della Banca di Grecia. In questo capitolo tenteremo di elaborare alcune ipotesi circa i motivi che hanno guidato, in queste scelte, l'autorità monetaria europea, spingendola ad istituzionalizzare quella diversa disposizione a sostenere il processo di indebitamento pubblico dei paesi dell'area euro che abbiamo posto all'origine della crisi. Metteremo in evidenza il fatto che la crisi del debito pubblico di Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna ed Italia coincide con un profondo mutamento nel disegno istituzionale dell'area euro che va ben al di là del perimetro della sola politica monetaria, dove ha avuto origine: negli anni della crisi inizia ad affermarsi un assetto di poteri che ridefinisce le sfere di influenza dell'autorità monetaria e dei governi nazionali in Europa.

Guardando alle più recenti evoluzioni della crisi greca, saremo in grado di delineare i termini essenziali di un modello istituzionale che consente all'autorità monetaria di esercitare, per il tramite dello *spread*, una pressione sui governi nazionali della periferia d'Europa che appare perfettamente graduabile, e

dunque idonea a trasmettere precisi indirizzi di politica economica. In questa maniera, riporteremo il discorso sviluppato in questa tesi sul piano della distribuzione del reddito, lì dove l'approccio classico all'analisi economica aveva collocato la nostra indagine del fenomeno monetario dello *spread*.

Prima di procedere, dobbiamo chiarire quale sia il significato che la crisi greca, oggetto specifico della presente ricerca, assume all'interno del più ampio quadro interpretativo suggerito in questo capitolo. La crisi greca, nella sua disordinata evoluzione, rappresenta a nostro avviso la prima sperimentazione di un modello istituzionale che si intende affermare in Europa in questi anni: in Grecia si sono tentate di definire, passo dopo passo, le meccaniche necessarie a disarticolare i vecchi equilibri tra banca centrale, settore finanziario privato e governi nazionali, in modo tale da ridisegnare quell'intreccio istituzionale su basi nuove, tali da consentire all'Eurosistema di contendere significative quote di potere alle altre sfere della politica economica che conservano ancora un grado di autonomia a livello nazionale. Un mutamento istituzionale così profondo ha richiesto, come ci mostra la Grecia, che si procedesse imponendo inizialmente continui stati di eccezione, capaci di fare breccia nei vecchi equilibri ed aprire la strada al nuovo assetto di relazioni tra autorità monetaria, mercati finanziari e governi nazionali: per questa ragione, abbiamo potuto illustrare lo svolgimento dell'*incipit* della crisi greca come il risultato di uno stato di eccezione imposto al funzionamento delle diverse istituzioni della politica monetaria del debito pubblico, dal mercato dei titoli pubblici del paese fino alla politica dei collaterali dell'Eurosistema.

Si osservano, in Grecia, quegli stessi movimenti che troveranno espressione sistematica nel disegno istituzionale realizzato in Europa negli anni più recenti, e che possono essere schematicamente ricondotti a due aspetti fondamentali della politica monetaria del debito pubblico, anello di congiunzione tra l'autorità monetaria europea e le politiche economiche nazionali: da un lato, un meccanismo per la gestione centralizzata di politiche monetarie del debito pubblico differenziate, e dall'altro il principio secondo cui il sostegno esplicito

dell'autorità monetaria al debito pubblico deve essere condizionato all'adozione di precise politiche economiche. Entrambi questi aspetti sono al centro dell'esperimento greco, e troveranno una generalizzazione ed un perfezionamento nella elaborazione dei due strumenti di politica monetaria che caratterizzano il moderno assetto istituzionale europeo, il Meccanismo Europeo di Stabilità e le Transazioni Monetarie Definitive.

8.1.2 Lo spazio per il principio di condizionalità

Nel definire l'intervento in sostegno della Grecia, la Commissione Europea osserva che "*[t]he unravelling of the Greek crisis showed that a robust framework for crisis management for euro area Member States is needed*", e che "*[a] clear and credible set of procedures for the provision of financial support to euro-area Member States in serious financial distress is necessary to preserve the financial stability of the euro area in the medium and long term*."[181] In questa maniera, si pongono le basi per definire un meccanismo di intervento capace di generalizzare all'area euro le pratiche di intervento sperimentate dalle autorità europee nel contesto della crisi greca.

Tuttavia, come abbiamo provato a dimostrare nel corso dei due capitoli precedenti, il *"financial distress*" cui fa riferimento la Commissione non può essere concepito come il risultato di dinamiche indipendenti dall'influenza esercitata dall'autorità monetaria sui movimenti di fondo dei mercati finanziari; pertanto, il meccanismo di gestione delle crisi finanziarie descritto può essere concepito come una evoluzione istituzionale di quel complesso intreccio di pratiche operative e misure di politica monetaria tramite cui l'Eurosistema ha manovrato, a partire dall'ampliamento degli *spread* del 2008, le leve fondamentali del governo della moneta. Si tratterebbe dunque, nella nostra interpretazione, di un dispositivo capace di produrre sia l'instabilità che la stabilità finanziaria in singoli paese dell'area euro: la prima con lo scopo di rendere necessario un intervento diretto delle istituzioni europee, e la seconda

[181] Cfr. European Commission (2010d), p. 9.

per governare l'evoluzione della crisi finanziaria lungo indirizzi precisi e controllabili, generando così una pressione sulla politica economica nazionale.

I momenti essenziali di questo meccanismo sono quindi quello dell'instabilità, indotta dal modello europeo di politica monetaria del debito pubblico, e quello della stabilità, governata secondo il principio della condizionalità. In primo luogo, l'autorità monetaria smette di intervenire in sostegno del debito pubblico in forma indiretta ed in maniera sistematica, come avveniva nel modello *standard*, e dunque crea le condizioni istituzionali perché si generi instabilità finanziaria: questo punto di rottura istituzionale è all'origine dell'ampliamento iniziale degli *spread* tra i titoli pubblici europei che si verifica nell'ottobre 2008, e dunque rappresenta il preludio all'instabilità finanziaria che ha causato la crisi del debito pubblico greco. La stabilità finanziaria deve allora essere ripristinata attraverso un intervento diretto ed esplicito dell'autorità monetaria. Proprio in ragione del carattere esplicito che il sostegno dell'autorità monetaria finisce per assumere in questo nuovo disegno di politica monetaria del debito pubblico, esso può essere accompagnato da precise condizioni, cosa che non sarebbe stata possibile quando, nel modello *standard*, quello stesso sostegno era intrecciato alla tela di rapporti tra banca centrale e settore creditizio privato, e dunque agiva automaticamente, senza alcun grado di discrezionalità. Ed è proprio nella possibilità di porre condizioni al sostegno dell'autorità monetaria che dobbiamo individuare la chiave di volta del nuovo modello istituzionale affermato in Europa negli anni della crisi: tramite quelle condizioni l'Eurosistema arriva infatti – prima in Grecia e poi in altri paesi – a dettare l'agenda di politica economica ai governi nazionali.

8.1.3 Principio di condizionalità e tensioni distributive

Contestualmente al primo prestito alla Grecia, la Commissione chiariva che qualsiasi intervento in sostegno di paesi in difficoltà "*would be accompanied by a detailed and demanding programme of policy conditionality which would ensure that the assistance period is used to implement the necessary adjustments*

(fiscal and structural) to ensure solvency in the long run and so facilitate the swiftest possible return to market-based financing."[182] Da questa impostazione scaturisce l'introduzione, nell'area euro, della figura giuridica del Memorandum of Economic and Financial Policies. Quel documento definisce precise politiche economiche che il paese debitore si impegna ad attuare, entro determinate scadenza e sulla base di specifici risultati attesi, in modo tale da poter subordinare l'erogazione delle diverse *tranches* del prestito al conseguimento dei risultati definiti nel documento. Come illustrato nel primo Memorandum sottoscritto dalla Grecia, nel maggio 2010:

> "The quarterly disbursements of bilateral financial assistance from euro area Member States will be subject to quarterly reviews of conditionality for the duration of the arrangement. The release of the tranches will be based on observance of quantitative performance criteria, and a positive evaluation of progress made with respect to policy criteria in the MEFP [Memorandum of Economic and Financial Policies]" (Memorandum of Economic and Financial Policies, 2010, p. 24.)

Il contenuto del Memorandum, e delle sue regolari revisioni, potrebbe essere oggetto di una apposita ricerca, e dunque ci limitiamo in questa sede ad osservare che esso richiede alla Grecia quelle misure di austerità fiscale e salariale cui abbiamo accennato nel primo capitolo di questo lavoro. Dati gli effetti di quelle politiche che, come mostrato, hanno indotto una redistribuzione del reddito dai salari ai profitti di intensità mai sperimentata in passato dal paese, possiamo affermare che il principio di condizionalità si configura come un metodo per influenzare, tramite la pressione esercitata sul processo di indebitamento pubblico, le tensioni distributive di un paese. Il fatto che una simile pressione redistributiva abbia avuto origine fuori dai confini nazionali – dal momento che rappresenta la condizione richiesta dalle autorità europee per il

[182] *Ibidem*, p. 10.

loro intervento finanziario – rappresenta un elemento di rilievo nell'assetto istituzionale che governa le tensioni distributive in Europa.

È interessante osservare, da questo punto vista, come il Memorandum non rappresenti una novità assoluta nella politica economica: quello strumento è stato comunemente impiegato dal FMI per condizionare le politiche dei paesi che, davanti al rischio di una crisi valutaria, erano costretti a richiedere prestiti in una moneta che non avevano il potere di creare. Rappresenta invece una novità assoluta l'introduzione di quello strumento nella disciplina dei rapporti tra le maggiori economie europee: rinunciando all'autonomo governo della propria moneta, quei paesi hanno infatti perso la possibilità di controllare gli aspetti monetari del processo di indebitamento pubblico, il quale finisce così per incontrare difficoltà simili (ma non equivalenti) a quelle che caratterizzavano il processo di indebitamento estero dei paesi in via di sviluppo che ricorrevano al FMI. Le analogie tra i meccanismi di gestione delle crisi finanziarie disegnati dalle autorità europee a partire dal 2010 ed il funzionamento del FMI sono talmente significative da essere espressamente citate dai responsabili della politica economica europea, che così definiscono i loro strumenti di intervento nella crisi:

> "These design features of the European crisis management framework purposely resemble the main design features of the IMF-supported adjustment programmes. The nature of the balance of payments constraint is obviously different for euro area countries, which in this regard resemble regions within a larger state more than they do countries with their own currency. This is one reason why the EU does not have a balance of payments support facility for the euro area countries". (European Central Bank, 2011c, p. 73.)

La natura del vincolo esterno, che non sembra più valere tra i paesi dell'area euro, viene dunque tradotta in una forma di vincolo monetario all'indebitamento pubblico degli stessi. Così come avviene nel rapporto tra paesi in via di sviluppo e creditori internazionali, un paese europeo che non rispetta le condizioni del Memorandum perde, con l'esborso delle successive *tranches* del

prestito istituzionale, la possibilità stessa di rifinanziarsi autonomamente sui mercati, come ammesso in questo passaggio dalla BCE:

> "The rules and procedures that will govern the assessment and lending activities of the ESM [European Stability Mechanism] reflect long-standing IMF practice. Accordingly, disbursements of financial assistance will be strictly conditional on the implementation of the macroeconomic adjustment programme. If a euro area country does not adhere to the programme, the Board of Directors of the ESM may decide to delay or suspend the disbursement of tranches. In such a case, the country would also lose the catalytic role that the existence and proper implementation of an adjustment programme would play in convincing the private sector to maintain its exposure. It is therefore in the best interests of the beneficiary country to adhere to the programme." (European Central Bank, 2011c, p. 78.)

Quando parla del "ruolo catalitico che l'esistenza e la corretta implementazione del programma di aggiustamento svolgerebbe nel convincere il settore privato a mantenere la sua esposizione" verso il paese debitore, la BCE sta spiegando che – come abbiamo provato ad illustrare nei capitoli precedenti – la domanda di titoli pubblici espressa dal settore creditizio dipende in misura determinante dalla disponibilità dell'autorità monetaria a sostenere il processo di indebitamento pubblico: se quella disponibilità viene negata, come è previsto quando un paese non rispetta gli impegni sottoscritti nel Memorandum, il processo di indebitamento pubblico si scontra con un vincolo di carattere squisitamente monetario e non può essere portato a compimento. Nel descrivere il funzionamento del FMI, la BCE afferma che quell'istituzione "provides financing to its members with a balance of payments need *at times when international debt markets are unwilling to lend or will only do so at punitive interest rates.*"[183] Quello che abbiamo tentato di mostrare, all'intero di una teoria che spiega il tasso di interesse in base a circostanze di natura storico-istituzionale, è che l'Eurosistema ha svolto, a partire dalla Grecia, un ruolo

[183] Cfr. European Central Bank (2011c), p. 79.

rilevante nell'orientare i tassi di interesse sul debito pubblico verso i livelli che la stessa BCE definisce "punitivi": è possibile quindi attribuire una funzione sanzionatoria al vincolo monetario che la banca centrale ha il potere di imporre, a sua discrezione, al processo di indebitamento pubblico di singoli paesi dell'area euro. Dal momento che le condizioni poste dalla stessa autorità monetaria alla rimozione di quel vincolo hanno natura squisitamente redistributiva, come si evince dalla lettura del Memorandum, è possibile concludere che la sanzione imposta ai paesi della periferia d'Europa attraverso tassi di interesse punitivi sul debito pubblico risponda, in ultima istanza, ad una vera e propria tensione distributiva.

La crisi greca ci mostra dunque chiaramente la connessione stabilita, attraverso l'affermazione di un nuovo modello di politica monetaria del debito pubblico, tra le prerogative dell'autorità monetaria europea e la sfera della distribuzione del reddito tra salari e profitti all'interno di ciascun paese dell'area euro. Poiché il processo di indebitamento pubblico è gestito, nei suoi aspetti monetari, dalla banca centrale, questa ha il potere di condizionare tale processo, fino a renderlo addirittura impossibile, come è avvenuto in Grecia nei primi mesi del 2010. Dal momento che l'accumulazione di debito pubblico è un elemento strutturale del funzionamento delle economie capitalistiche, il corrispondente potere dell'autorità monetaria sul processo di indebitamento pubblico arriva a determinare una più ampia influenza della banca centrale sull'ordinato funzionamento dell'intero sistema economico.

Abbiamo d'altro canto potuto osservare, grazie al confronto tra il modello *standard* ed il modello europeo, che esistono modalità differenti di organizzare il potere implicito nel governo della moneta con le altre autorità di politica economica: nel disegno istituzionale della politica monetaria del debito pubblico trova espressione esattamente l'intersezione tra il dominio dell'autorità monetaria e le altre sfere del governo dell'economia. Il modello europeo consente di calibrare con precisione il grado di pressione esercitato dall'autorità monetaria sul processo di indebitamento pubblico, e dunque permette – per

questa via – di influenzare la politica economica tutta: il grado di disponibilità della banca centrale a sostenere il debito pubblico di un paese ne condiziona la stessa stabilità finanziaria e dunque diventa uno strumento di orientamento della politica economica straordinariamente potente. In questo capitolo conclusivo mostreremo che tramite la gestione degli *spread* – sperimentata in Grecia e perfezionata nelle attuali istituzioni della politica monetaria europea – l'Eurosistema può graduare con una certa precisione la pressione esercitata sui paesi della periferia europea, ponendoli nell'impossibilità di finanziare il proprio debito pubblico a tassi ragionevoli e, per questo canale, inducendoli ad adottare misure di austerità fiscale e salariale. Entro questa interpretazione, la crisi greca rappresenta una prima, approssimativa manifestazione del nuovo assetto istituzionale che si sta affermando in Europa: argomenteremo dunque che il moderno Meccanismo di Stabilità Finanziaria (ESM) non è altro che la più recente evoluzione del sostegno finanziario prestato alla Grecia nel maggio 2010, così come il principio di condizionalità che vincola l'ESM trova la sua origine nella redazione del Memorandum of Economic and Financial Policies redatto per impegnare il governo greco nell'adozione di precise misure di politica economica definite fuori dal Parlamento Greco.

8.2 Europa 2020

8.2.1 Un rafforzamento del governo europeo

È evidente che il progetto di integrazione economica e monetaria europea aveva già definito le sue linee di sviluppo prima che la crisi finanziaria statunitense giungesse in Europa, come indicato dalla Commissione Europea nel maggio 2008:

> "The euro area's governance and coordination of economic policies must be improved. This will involve both deepening and broadening economic surveillance arrangements to guide fiscal policy over the cycle and in the long term and, at the same time, address

> divergences in growth, inflation and competitiveness." (Cfr. European Commission, 2008.)

Tuttavia, sembra possibile affermare che il particolare contesto generato dall'esplosione della crisi finanziaria europea del 2008 abbia creato lo spazio per accelerare i processi istituzionali in atto, e che questo spazio sia stato sfruttato dalle autorità europee proprio a partire dalla Grecia. La crisi greca, infatti, viene immediatamente legata ad più ampio problema di gestione della politica economica in Europa, e pochi giorni dopo l'istituzione del primo piano di aiuti a sostegno della Grecia, nel maggio 2010, la Commissione Europea afferma:

> "Now the time has come also to draw far-reaching lessons concerning *the way economic policies are dealt with*. Therefore, the Commission proposes to *reinforce decisively the economic governance in the European Union*." (European Commission, 2010b, corsivo nostro.)

Viene così definita, nel giugno di quell'anno, la Strategia Europea per la Crescita, detta Europa 2020, che disegna l'orizzonte programmatico europeo portando, nei mesi successivi, all'adozione del Six Pack, del Patto Euro Plus e del Semestre Europeo. Nel settembre 2010 viene definito il cosiddetto Six Pack, un insieme di riforme mirate a ridefinire la disciplina fiscale e ad introdurre una disciplina 'macroeconomica', estendendo così l'influenza delle istituzioni europee su altri aspetti della politica economica dei paesi membri, fino a definire una forma di stretto coordinamento tra politica economica nazionale ed europea nel Semestre Europeo. Nel contesto di questa nuova impostazione di politica economica, il Patto Euro Plus impegna i paesi membri nell'ambito delle riforme strutturali, ossia nell'implementazione di misure straordinarie (non le politiche ordinarie previste all'interno del Semestre Europeo) che hanno la funzione di riscrivere le regole dei singoli paesi in maniera tale da integrare le architetture istituzionali nazionali nel più ampio schema organizzato dalla Commissione Europea.

Le istanze di rafforzamento della sfera di influenza delle istituzioni europee trova così espressione in una serie di misure introdotte proprio in concomitanza con l'evoluzione della crisi del debito pubblico in Europa.

8.2.2 Il nuovo perimetro della politica economica europea

Definiamo gli aspetti essenziali del nuovo perimetro della politica economica europea, per mostrare che esso si estende ben oltre i confini impliciti nell'avvio del processo di integrazione monetaria, arrivando a contendere significative quote di potere alla politica economica nazionale[184].

Il Six Pack è un insieme di sei proposte di riforma dell'assetto istituzionale europeo, di cui quattro riferite alla disciplina di bilancio e due riferite ad altri aspetti delle economie nazionali, quelli che contribuiscono a determinare – secondo le autorità europee – gli "squilibri macroeconomici intraeuropei". Il primo ambito in cui questa evoluzione del quadro istituzionale europeo trova espressione è la sfera della politica fiscale, già sottoposta ad una disciplina comunitaria fin dall'elaborazione del Trattato di Maastricht. Il Six Pack trova dunque una prima attuazione nel "Trattato su Stabilità, coordinamento e *governance* nell'Unione Economica e Monetaria"[185], sottoscritto nel 2012 dalla maggioranza dei paesi appartenenti all'Unione Europea e meglio noto come 'Fiscal Compact', ossia con la denominazione che accompagna il Titolo II del Trattato – dedicato alle politiche fiscali. Infatti, sebbene contenga anche vaghi accenni ad un maggiore coordinamento tra le politiche macroeconomiche dei diversi paesi, il Trattato si concentra, proprio nel Titolo II, sulla disciplina fiscale, definendo nuovi e più stringenti limiti all'indebitamento pubblico degli stati membri. Le prescrizioni fondamentali di politica fiscale contenute nel Trattato sono tre. La prima prevede un vincolo al disavanzo pubblico strutturale, che non può superare lo 0,5% annuo nei paesi caratterizzati da un rapporto tra debito pubblico e Pil superiore al 60%, con il tetto che si innalza all'1% per gli altri paesi.

[184] Si veda European Central Bank (2011a).
[185] Si veda Fiscal Compact (2012).

Il secondo punto del Trattato stabilisce un nesso ancora più stretto tra il livello del debito pubblico accumulato ed il saldo di bilancio annuale, imponendo ai paesi caratterizzati da un livello del debito pubblico superiore al 60% del Pil un inasprimento del vincolo al disavanzo commisurato alla distanza che separa il debito pubblico da quella soglia: la parte del debito pubblico che eccede quella soglia deve essere ridotta del 5% ogni anno, in modo da portare il debito pubblico al 60% del Pil nell'arco di 20 anni. Infine, il Fiscal Compact richiede ai paesi sottoscrittori di introdurre, nel più alto livello della legislazione nazionale, una legge che imponga il pareggio di bilancio come regola di politica fiscale. La disciplina fiscale è poi accompagnata da un meccanismo sanzionatorio che impegna un paese, in caso di non osservanza dei limiti previsti, a versare lo 0,2% del Pil in un deposito infruttifero, che si traduce in una vera e propria ammenda se la politica fiscale non viene corretta negli anni successivi.

Per quanto concerne gli squilibri macroeconomici, la Commissione Europea ha individuato una lista di variabili economiche che saranno monitorate in ciascun paese, ed una serie di livelli di guardia per ciascuna variabile[186]. In questa maniera la Commissione può elaborare, ogni anno, puntuali prescrizioni di politica economica fondate sulla specifica dinamica delle grandezze poste sotto la sorveglianza delle autorità europea, le quali riguardano la posizione del paese nei confronti dell'estero, i salari, il debito privato, il settore immobiliare, la disoccupazione ed il settore finanziario dell'economia:

> "Depending on the nature of the imbalance, the policy prescriptions could potentially address fiscal, wage and macro-structural as well as macro-prudential policy aspects under the control of government authorities. Following the opening of an [Excessive Imbalances Procedure], the Member State concerned will be obliged to adopt a corrective action plan to set up a roadmap of implementing policy measures." (European Union, 2010b.)

[186] Si veda European Commission (2012).

Per fare degli esempi, osserviamo che un paese potrà essere chiamato a modificare la sua politica economica qualora la media mobile del saldo delle partite correnti degli ultimi tre anni ecceda il 6% o scenda sotto il -4%, qualora l'indebitamento privato superi il 160% del Pil oppure quando il costo del lavoro per unità di prodotto cresca più del 9% in tre anni. Non ci addentreremo, in questa sede, nell'analisi dei livelli di guardia individuati dalla Commissione per ciascuna variabile, ma ci limitiamo ad osservare che, come sottolineato dalle stesse autorità europee, le prescrizioni di politica economica redatte ogni anno dalla Commissione nei confronti dei singoli paesi saranno elaborate sulla base di una lettura complessiva di tutti i parametri osservati:

> "It is, however, important to bear in mind that indicators should not be regarded as either policy targets or policy instruments. For instance, a current account deficit of 3 % may be considered acceptable in a converging country with strong investment needs but not in a more advanced country with a rapidly ageing population. The thresholds should therefore be seen as indicative values to guide the assessment, but should not be interpreted in a mechanical way; they should be supplemented by economic judgment and country-specific expertise." (European Commission, 2010c.)

Ciò significa, in ultima istanza, che le autorità europee si garantiscono un margine di discrezionalità nel tradurre l'analisi delle grandezze monitorate in determinate prescrizioni di politica economica. Come nel caso della disciplina fiscale, anche la "disciplina macroeconomica" è accompagnata da una sanzione che, in caso di inosservanza delle indicazioni elaborate dalle autorità europee, prevede il versamento dello 0,1% del Pil in un deposito infruttifero, che si traduce in ammenda in caso di mancata correzione della rotta di politica economica negli anni successivi.

Il Patto Euro Plus, sottoscritto nel 2011, integra l'influenza esercitata dalle autorità europee sui responsabili della politica economica nazionale impegnando i paesi dell'area euro a varare alcune riforme strutturali, dunque tali da

modificare sensibilmente l'architettura istituzionale di ciascuna economia europea ed avvicinarla al disegno proposto dalla Commissione. In sostanza, questo accordo getta un ponte su quelle materie che non sono mai state poste fuori dalla sovranità nazionale dei paesi membri, includendole così nella sfera di influenza delle autorità europee: come dichiarato dai capi di stato o di governo dell'area euro in occasione della stipula dell'accordo, il Patto Euro Plus "[s]'incentrerà sugli interventi che rientrano nella sfera di competenza degli Stati membri."[187] Le riforme indicate dalla Commissione riguardano, fondamentalmente, il mercato del lavoro ed i sistemi previdenziali. Con riferimento al mercato del lavoro, si chiede di "riesaminare gli accordi salariali e laddove necessario, il grado di accentramento del processo negoziale e i meccanismi d'indicizzazione, nel rispetto dell'autonomia delle parti sociali nella negoziazione dei contratti collettivi; assicurare che gli accordi salariali del comparto pubblico corrispondano allo sforzo di competitività del settore privato (tenendo presente l'importanza del segnale dato dalle retribuzioni del settore pubblico)."[188] In campo previdenziale, la direzione indicata dalle autorità europee è quella di "allineare il sistema pensionistico alla situazione demografica nazionale, ad esempio allineando l'età pensionabile effettiva alla speranza di vita o aumentando i tassi di attività."[189]

Il nuovo perimetro della politica monetaria europea trova la sua espressione istituzionale più avanzata nel Semestre Europeo, che disegna un coordinamento tra il processo di elaborazione della politica economica nazionale e gli orientamenti definiti in sede comunitaria, con lo scopo di consentire alla Commissione di indirizzare le scelte dei singoli paesi dell'area euro:

> "the EU is implementing *a new working method* – the European Semester – to ensure that coordinated action on key policy priorities is taken at EU level, *before and not after decisions are taken at national level*." (European Union, 2011.)

[187] Cfr. Patto Euro Plus (2011).
[188] *Ibidem*.
[189] *Ibidem*.

Il Semestre Europeo prevede che, tra i mesi di gennaio e giugno di ogni anno, i responsabili della politica economica nazionale siano chiamati a confrontarsi – secondo uno schema ben definito – con la Commissione nella elaborazione delle loro decisioni. Il primo passo è della Commissione, che a gennaio definisce l'Annual Growth Survey (AGS), un documento in cui sono concentrate le priorità di politica economica individuate dalle autorità europee, in termini generali ma anche con riferimento ai singoli paesi dell'area euro. Il Semestre Europeo è concepito proprio come uno strumento capace di tradurre quelle priorità nelle politiche economiche concretamente definite a livello nazionale. Secondo la Commissione, l'AGS "*should feed into national economic and budgetary decisions, which Member States will set out in Stability and Convergence Programmes (under the Stability and Growth Pact) and National Reform Programmes (under the Europe 2020 strategy) in April. These programmes will form the basis for the European Commission's proposals for country-specific recommendations in May*."[190] In pratica i singoli paesi sono chiamati a definire le loro strategie di politica fiscale nel Programma di Stabilità e Convergenza e gli altri interventi di politica economica che intendono attuare nel Programma di Riforma Nazionale: questi due documenti devono essere consegnati alla Commissione nel mese di aprile. Il Semestre Europeo si chiude quando la Commissione confronta quei documenti con le sue priorità ed elabora, nel mese di giugno, le Raccomandazioni Specifiche per ciascun paese, indicando la strada da percorrere, e le correzioni da apportare all'indirizzo di politica economica deciso a livello nazionale.

In conclusione, il secondo decennio di funzionamento dell'area euro appare caratterizzato da una significativa evoluzione delle sue istituzioni, in una direzione che prevede l'ampliamento della sfera di influenza della Commissione Europea sulle decisioni di politica economica dei governi nazionali.

[190] Si veda la Sezione Priorities at EU level: the Annual Growth Survey di ec.europa.eu.

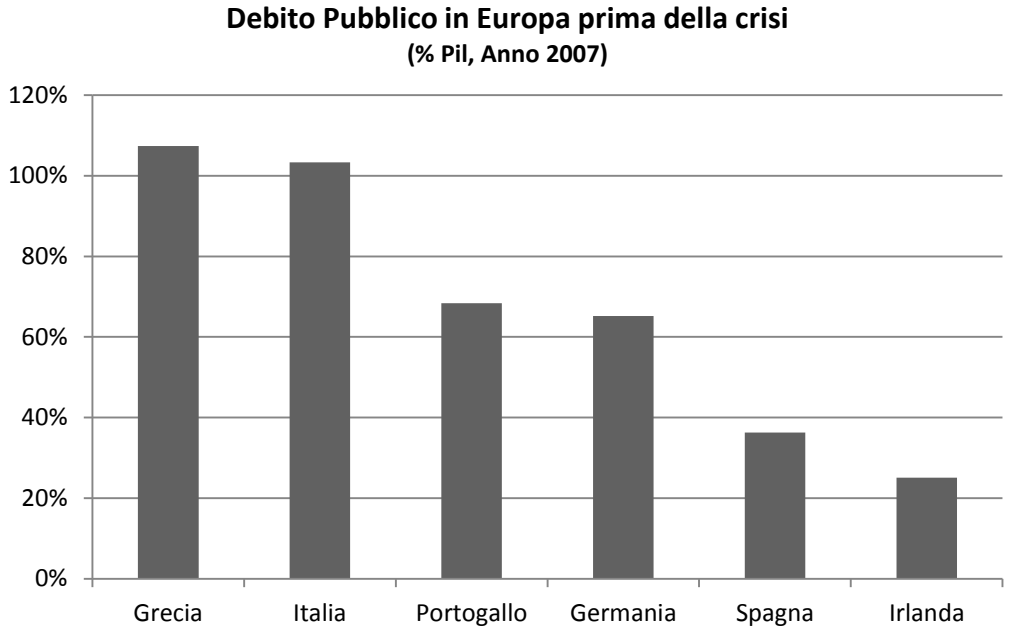
8.2.3 Dalle regole alla disciplina

Entro la nuova architettura istituzionale che si sta affermando, le politiche economiche nazionali sono sottoposte ad un continuo vaglio da parte delle autorità europee, le quali provvedono anche ad elaborare, di volta in volta, precise indicazioni che dovrebbero orientare parlamenti e governi nazionali nel disegno e nell'attuazione degli interventi in materia economica. Tuttavia, nella misura in cui questa evoluzione istituzionale non travalica in una esplicita cessione di sovranità sulle scelte fondamentali di governo dell'economia, del tipo di quella già realizzata nel campo della politica monetaria, essa non può dotarsi di quegli strumenti esecutivi che sono necessari a tradurre un insieme di regole, che pure abbiamo visto estendersi a tutti i campi della politica economica, in una disciplina, ossia in un controllo diretto e diffuso sul concreto funzionamento delle economie europee. Le nuove regole della politica economica europea possono essere rispettate o meno, e gli strumenti sanzionatori previsti non sono ancora abbastanza pervasivi da consentire alle autorità europee di trasmettere la loro influenza a tutte le leve fondamentali della politica economica nazionale.

In questo senso, argomenteremo che il modello europeo di politica monetaria del debito pubblico può essere considerato come uno strumento capace di imporre quella disciplina, conferendo così alle autorità europee quel potere di persuasione dei governi e dei parlamenti nazionali che non è mai stato esplicitamente istituzionalizzato. Le regole di politica economica elaborate nell'ambito del progetto Europa 2020 trovano proprio nella politica monetaria del debito pubblico, nei modi che illustreremo, quello strumento di disciplina necessario a condizionare il comportamento di ogni singolo paese europeo. Definendo un quadro di interventi esteso e ramificato in ogni ambito della politica economica, Europa 2020 consente di individuare puntualmente il percorso di politica economica che ciascun paese è chiamato a seguire sulla via dell'integrazione europea: la limpidezza di questa immagine permette di misurare con estrema precisione la distanza che separa le politiche concretamente attuate ogni anno da ciascuna paese dalle linee guida definite

dalle autorità europee, ed apre così lo spazio al funzionamento di un dispositivo disciplinante, che può essere attivato non appena un paese fuoriesce dal perimetro indicato dalla Commissione Europea.

Proveremo a mostrare che, all'interno del quadro istituzionale che ha affermato negli anni più recenti, l'Eurosistema è in grado di generare instabilità finanziaria in singoli paesi europei tramite il canale della politica monetaria del debito pubblico: negando la sua disponibilità a sostenere il processo di indebitamento pubblico, l'autorità monetaria può indurre una crisi del debito pubblico in qualsiasi paese dell'area euro. È interessante notare che, da questo punto di vista, la particolare prospettiva teorica da noi adottata ci consente di spiegare un fenomeno incomprensibile all'interno dello schema analitico tradizionale, laddove la crisi del debito pubblico è interpretata come il risultato dell'insostenibilità del livello del debito pubblico accumulato: dal momento che associamo l'insostenibilità del debito pubblico agli aspetti monetari del processo tramite cui quel debito è di volta in volta contratto, aspetti a loro volta radicati nelle circostanze storico-istituzionali che preludono alla distribuzione del reddito, siamo in grado di spiegare per quale motivo la crisi del debito pubblico europea abbia colpito paesi caratterizzati da diversi livelli del debito pubblico accumulato (tanto in termini assoluti quanto in rapporto al Pil).



Fonte: Eurostat

Prima della crisi, nel 2007, Grecia ed Italia erano effettivamente caratterizzate da un elevato debito pubblico (rispettivamente del 107% e del 103% del Pil), ma lo stesso non si può affermare con riferimento al Portogallo, che aveva un debito pubblico vicino al 65% del Pil, simile a quello tedesco, né tantomeno ad Irlanda e Spagna, caratterizzate da un debito, rispettivamente, del 25% e del 36% del Pil, dunque sensibilmente inferiore al caso della Germania.

Nella nostra interpretazione abbiamo spiegato che il vincolo monetario al processo di indebitamento pubblico può arrivare ad ostacolarne il regolare svolgimento, e dunque ha un impatto sulla stabilità finanziaria dell'intera economia a prescindere dal livello del debito pubblico accumulato: anche un paese con un debito pubblico contenuto è costretto a ricorrere al credito di ultima istanza, e dunque ad accettarne le condizioni, qualora non riesca a collocare le sue pur modeste nuove emissioni di titoli del debito pubblico a tassi di interesse ragionevoli.

Saranno infatti le difficoltà ingenerate da questa crisi del debito pubblico a spingere i singoli paesi a richiedere un sostegno finanziario allo stesso Eurosistema. Vincolando i suoi interventi al principio della condizionalità, ed associando dunque il suo sostegno alla richiesta di precise politiche economiche,

l'autorità monetaria europea risulta così in grado di ricondurre qualsiasi governo nazionale entro il perimetro della politica economica definito dalle autorità europee. È in questo senso che potremo affermare che la politica monetaria ha svolto, negli anni della crisi, il ruolo specifico di dispositivo disciplinante delle economie della periferie d'Europa[191].

8.2.4 Il meccanismo europeo dell'instabilità finanziaria

Come abbiamo spiegato nel capitolo quarto, l'autorità monetaria europea ha predisposto – nei primi anni di funzionamento dell'area euro – le condizioni istituzionali dell'instabilità finanziaria che si manifesterà in Europa a partire dal 2008. Osservando che le operazioni di mercato aperto influenzano il tasso dell'interesse dei titoli impiegati come controparti di quelle operazioni, abbiamo argomentato che quando esse si concentrano sui titoli pubblici, come avviene nel modello *standard*, esercitano una pressione al ribasso sul costo dell'indebitamento pubblico: tale pressione, come è evidente, ha natura eminentemente istituzionale, poiché proviene dalle leggi, i regolamenti, le consuetudini e le pratiche operative che disciplinano il rapporto tra banca centrale, governo e mercati finanziari.

Allontanando le sue operazioni di mercato aperto dai titoli del debito pubblico, l'Eurosistema modifica il meccanismo istituzionale che consentiva all'autorità monetaria di realizzare un sostegno sistematico al processo di indebitamento pubblico, disarticolando così la struttura del modello *standard*. Nel nuovo assetto istituzionale, che abbiamo chiamato modello europeo, l'autorità monetaria deve assicurare quello stesso sostegno al debito pubblico –

[191] È interessante notare la corrispondenza tra questa idea ed il pensiero espresso da Vianello qualche anno prima che l'Europa entrasse nell'attuale crisi: "La politica monetaria (e del cambio), vista un tempo come qualcosa che si pone al servizio della società – qualcosa che asseconda la libera determinazione dei comportamenti sociali, che tiene conto delle caratteristiche della struttura produttiva e della stratificazione sociale, del grado di conflittualità delle relazioni industriali, dell'esistenza o meno di aree depresse o di un distacco d'industrializzazione da colmare – è ora concepita come qualcosa che detta legge alla società, che fornisce un quadro di riferimento astratto entro il quale il corpo vivente della società deve comprimersi, come in una camicia di forza, non importa a quali costi." (Cfr. Vianello, 2005, p. 38)

che appariva sistematico nel modello *standard* – in maniera discrezionale. Abbiamo visto che l'autorità monetaria europea ha indotto l'ampliamento negli *spread* tra i titoli pubblici dei paesi periferici e quelli centrali tramite una diversa disposizione a sostenere i rispettivi processi di indebitamento pubblico. Questo processo si è tradotto dunque in un diverso atteggiamento delle singole banche centrali nazionali nei confronti dei rispettivi debiti pubblici, dando vita ad una varietà di misure specifiche e pratiche operative che abbiamo provato ad illustrare con riferimento alla Germania ed alla Grecia.

La discrezionalità assunta dagli interventi di politica monetaria del debito pubblico apre la strada all'instabilità finanziaria dell'area euro, poiché induce una crisi del debito pubblico in tutti quei paesi dove la disponibilità dell'Eurosistema a sostenere il processo di indebitamento pubblico viene meno: data la tensione ribassista presente sui mercati, l'assenza degli interventi dell'autorità monetaria in sostegno alla domanda dei titoli pubblici si traduce necessariamente in un significativo deprezzamento di quelle attività finanziarie, conducendo ad un maggiore premio per il rischio richiesto sul debito pubblico dei paesi periferici d'Europa, stabilmente maggiore di quello associato ai titoli pubblici dei paesi centrali, difesi dalle rispettive banche centrali. In questo maggiore rischio di deprezzamento, cha abbiamo visto originare dalla politica monetaria del debito pubblico dell'Eurosistema, può essere individuata la causa dell'incremento del tasso di interesse sui titoli pubblici dei paesi periferici d'Europa, e dunque anche dell'instabilità finanziaria che ne è derivata. Possiamo quindi osservare, in conclusione, che l'instabilità finanziaria dimostrata dall'area euro affonda le sue radici nel particolare assetto istituzionale conferito dall'autorità monetaria alla politica monetaria del debito pubblico, dove è stato sviluppato un implicito meccanismo capace di generare quella instabilità.

8.3 Le condizioni della stabilità finanziaria

8.3.1 Il Greek Loan Facility come strumento di controllo della stabilità finanziaria

Fin dal maggio 2010, l'autorità monetaria europea sviluppa meccanismi capaci di riportare il debito pubblico dei paesi in crisi sotto la sua tutela: a partire dal primo programma di sostegno alla Grecia, assistiamo quindi allo sviluppo di diversi meccanismi che consentono, semplicemente, di ristabilire una qualche forma di supporto dell'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico di quei paesi che, con quel sostegno, avevano perso anche la stabilità finanziaria interna. In questa maniera, la politica monetaria torna a svolgere il ruolo di stabilizzazione delle condizioni monetarie dell'indebitamento pubblico, ma con una differenza fondamentale rispetto al passato: implicito nel funzionamento del modello *standard*, quel ruolo assume ora la forma di un intervento *ad hoc*, dedicato al sostegno finanziario di un singolo paese, e può quindi essere esplicitamente associato a particolari condizioni richieste al debitore.

Il primo strumento di controllo della stabilità finanziaria è proprio quel prestito offerto dalle istituzioni comunitarie alla Grecia nel maggio 2010 attraverso il Greek Loan Facility (GLF). Il GLF è un conto, aperto presso la Banca Centrale Europea e gestito dalla Commissione Europea, in cui tutti i paesi membri dell'area euro sono stati chiamati a versare una quota, proporzionale alla loro partecipazione al capitale della BCE, del prestito concesso poi alla Grecia. Dunque questo primo sostegno finanziario assume la forma del prestito bilaterale, perché è come se ogni paesi prestasse – direttamente – i fondi alla Grecia: il passaggio nel GLF serve semplicemente a coordinare gli interventi, istituzionalizzandoli come una misura comunitaria e non come il risultato dell'iniziativa dei singoli paesi.

Il cosiddetto salvataggio della Grecia ad opera di prestiti bilaterali funziona in maniera molto semplice: i paesi dell'area euro che ancora possono contare sul sostegno dell'autorità monetaria in sede di finanziamento del proprio debito pubblico, tra il 2010 ed il 2011, si indebitano anche per conto della Grecia,

trasmettendole attraverso il GLF una parte delle risorse raccolte sui mercati finanziari. In questa maniera, la Grecia ritrova, indirettamente, quelle condizioni istituzionali favorevoli alle quali non aveva più l'accesso diretto. È bene notare che solamente i paesi capaci di indebitarsi entro quelle condizioni favorevoli posso assicurare alla Grecia un sostegno finanziario che sia realmente sostitutivo dell'ordinario processo di indebitamento pubblico, divenuto troppo oneroso: Portogallo ed Irlanda, a loro volta incorsi in una crisi del debito pubblico analoga a quella greca, saranno dispensati dall'obbligo di contribuire al GLF. Nell'istante in cui il debito pubblico greco assume la forma di debito pubblico di altri paesi – perché questo è esattamente ciò che accade quando altri paesi prestano fondi alla Grecia, allora torna immediatamente sotto la tutela dell'autorità monetaria europea, e semplicemente per questa ragione smette di essere associato al rischio di deprezzamento che invece accompagna il corso dei titoli pubblici greci.

A nostro avviso, l'efficacia di questo intervento nel garantire stabilità al processo di indebitamento pubblico greco può essere spiegata in maniera coerente con la nostra interpretazione della crisi. Abbiamo infatti argomentato che l'inasprimento dei costi del debito pubblico greco proveniva dalla indisponibilità dell'autorità monetaria a sostenere il corso dei titoli pubblici di quel paese: l'assenza di una banca centrale che acquista – direttamente o indirettamente – i titoli del debito pubblico genera un rischio di deprezzamento di quelle attività finanziarie che si traduce nell'incremento del tasso di interesse richiesto. In altri termini, abbiamo collegato l'insostenibilità del debito pubblico non al livello raggiunto dal debito accumulato, come suggeriva l'analisi tradizionale, ma alle condizioni monetarie entro cui si realizza quel processo di indebitamento. Appare dunque possibile argomentare che se lo stesso debito viene contratto da due diversi paesi dell'area euro, si modificano sensibilmente le condizioni che lo accompagnano: ecco che diventa possibile, per i paesi dell'area euro, indebitarsi per conto della Grecia, garantendo così a quel paese le favorevoli condizioni monetarie che ancora caratterizzano il processo di indebitamento pubblico della maggioranza dei paesi europei fino alla prima metà

del 2011. Tramite lo strumento del GLF, gli altri paesi dell'area euro trasmettono alla Grecia quella stabilità finanziaria che è negata al paese dal mancato sostegno dell'autorità monetaria al suo processo di indebitamento pubblico.

Una dimostrazione del fatto che il GLF svolge il ruolo di trasmettere alla Grecia le specifiche condizioni monetarie che caratterizzano i singoli processi di indebitamento pubblico degli altri paesi dell'area euro ci viene fornita dal caso tedesco, tanto più rilevante se si considera che la Germania – da sola – forniva il 28% delle risorse del GLF. Quel paese, a differenza di tutti gli altri governi dell'eurozona intervenuti, non ha contribuito direttamente, ossia impegnando il bilancio dello Stato, ma ha finanziato la sua quota del GLF tramite risorse messe a disposizione da una banca pubblica tedesca, la KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau)[192]. In quanto istituto di credito, la banca pubblica tedesca ha avuto accesso al *quantitative easing* realizzato dall'Eurosistema dopo l'ottobre 2008 e dunque ha potuto, in teoria, finanziare il prestito alla Grecia tramite risorse ricevute direttamente dall'autorità monetaria, come sottolineato da Gros e Meyer[193]. In questa maniera, la Germania si è indebitata per conto della Grecia entro quelle particolari condizioni di cui solo il governo tedesco sembra godere nell'area euro, e che infatti sono alla base del più basso tasso di interesse pagato dai titoli pubblici tedeschi: come abbiamo spiegato nel capitolo sesto, quelle condizioni provengono dal tessuto istituzionale in cui è intrecciato il processo di indebitamento pubblico della Germania, e che le garantisce l'appoggio continuo e sistematico della banca centrale nazionale e anche di un cospicuo numero di banche di proprietà pubblica.

Il GLF era gestito direttamente dalla Commissione Europea, a dimostrazione del fatto che i nuovi strumenti di stabilità finanziaria europea prevedono interventi gestiti da una regia centrale (dunque non dalle articolazioni nazionali dell'Eurosistema), ma non per questo incapaci di tradursi in una politica del monetaria del debito pubblico diversa per ciascun paese. Al tempo stesso, il prestito comunitario è stato accompagnato da precise richieste di politica

[192] Cfr. Ministry Of Finance, Hellenic Republic (2010c).
[193] Cfr. Gros e Mayer (2011), p. 8.

economica, mostrandoci così il secondo aspetto caratteristico delle nuove forme di intervento di politica monetaria in Europa, il principio della condizionalità:

> "Measures concerning the coordination and surveillance of the budgetary discipline of Greece and setting out economic policy guidelines for Greece will be defined in a Council decision on the basis of Articles 126(9) and 136 of the Treaty on the Functioning of the European Union (the "TFEU"), and the support granted to Greece is made dependent on compliance by Greece with measures consistent with such decision and laid down in a Memorandum of Economic and Financial Policies, Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality and Technical Memorandum of Understanding (hereinafter referred to together as the "MoU") signed originally on 3 May 2010 by the Commission after approval by all the Euro Area Member States (except Greece), by the Borrower and the Bank of Greece (as may amended and/or supplemented from time to time). The release of the first Loan shall be conditional upon the signature of the MoU and the entry into force of this Agreement." (Ministry of Finance, Hellenic Republic, 2010c, p. 4.)

L'accordo del maggio 2010 è stato infatti sottoscritto solo dopo che la Grecia si è impegnata a realizzare quelle misure di austerità fiscale e salariale illustrate dettagliatamente nel Memorandum.

Come è evidente, però, un simile strumento di controllo della stabilità finanziaria ha un limite fondamentale: poggia sulla partecipazione attiva della maggioranza dei paesi dell'area euro, e per questo semplice motivo non appare idoneo a gestire tensioni finanziarie diffuse, ossia non concentrate in un singolo paese. Tra il 2010 ed il 2011 Italia e Spagna – cioè il terzo ed il quarto contribuente del GLF, che insieme garantiscono il 30% del prestito comunitario – iniziano a sperimentare un inasprimento dei tassi di interesse sul proprio debito pubblico: viene così a prodursi una situazione paradossale per cui quei paesi hanno garantito alla Grecia un prestito a tassi di interesse più bassi di quelli che loro stessi sono giunti a pagare per raccogliere le corrispondenti risorse. Se poi questi due paesi avessero fatto ricorso essi stessi ad una qualche forma di

sostegno finanziario, come il Portogallo e l'Irlanda, sarebbero stati anch'essi esonerati dall'obbligo di contribuire al prestito, e dunque le disponibilità del GLF si sarebbe contratte del 35% rispetto al programma iniziale.

Perfettamente consapevoli di questi limiti, le autorità europee hanno iniziato a predisporre – contestualmente all'apertura del GLF – uno strumento diverso, capace di intervenire in autonomia nella gestione della stabilità finanziaria dell'intera area euro, senza il bisogno di essere sostenuto continuamente – a sua volta – dai paesi che la compongono. L'autonomia di questo strumento ci permette di parlare di un vero e proprio meccanismo che – come mostreremo – ripete l'autorità monetaria dell'Eurosistema su scala più contenuta, limitando il suo operato a quella frazione della politica monetaria del debito pubblico che si occupa del finanziamento diretto del debito pubblico.

8.3.2 Il Meccanismo Europeo di Stabilità

Negli anni della crisi, le autorità europee hanno sviluppato uno strumento istituzionale capace di ripristinare la di stabilità finanziaria nei paesi dell'area euro. Questo meccanismo trova una prima espressione nell'European Financial Stability Fund (EFSF), ma viene poi perfezionato nello European Stability Mechanism (ESM). Dal momento che l'EFSF nasce come embrione dell'ESM[194], nel quale progressivamente confluirà, parleremo indistintamente di "meccanismo europeo di stabilità", o semplicemente di Meccanismo, con riferimento ai due strumenti, perché essi rappresentano – per quanto riguarda gli scopi della presente ricerca – due espressioni della medesima tecnica di intervento di politica monetaria del debito pubblico. Il meccanismo europeo di stabilità, come mostreremo, costituisce l'istituzione tramite cui l'autorità monetaria reintroduce nella politica monetaria europea del debito pubblico la pratica del finanziamento diretto da parte della banca centrale, massima

[194] "EFSF was created as a temporary rescue mechanism. In October 2010, it was decided to create a permanent rescue mechanism, the European Stability Mechanism (ESM). The ESM entered into force on 8 October 2012." Si veda la Sezione About EFSF di www.efsf.europa.eu.

espressione del potere dell'autorità monetaria declinata, nel modello europeo, secondo il principio della condizionalità.

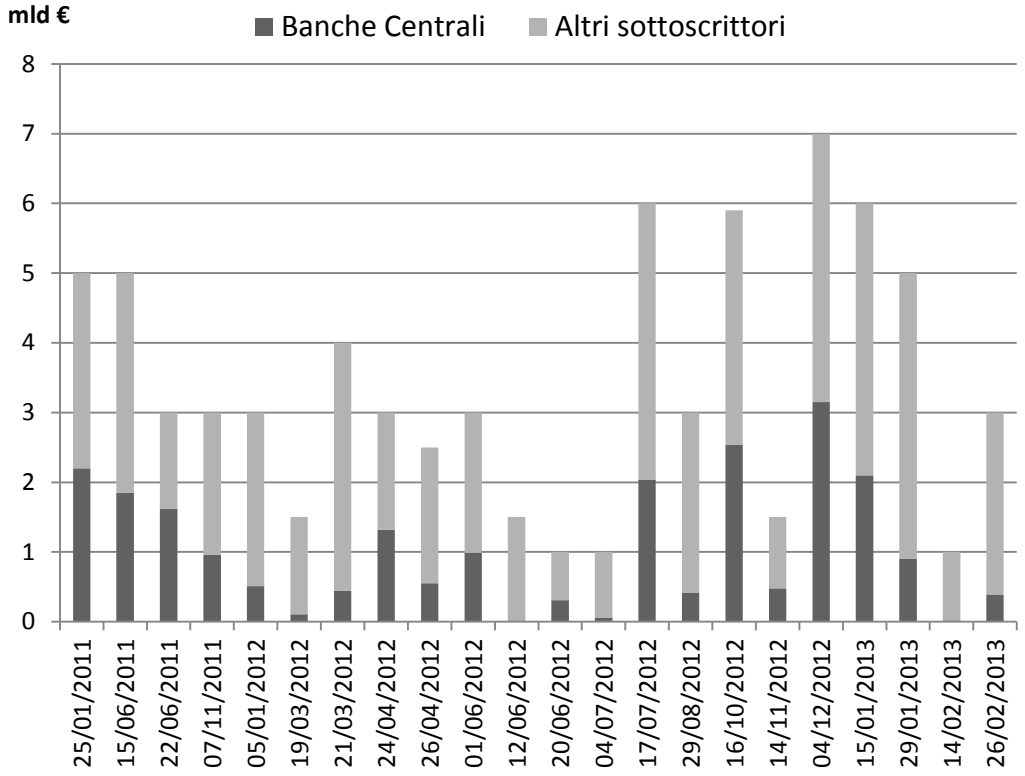
Il Meccanismo è stato creato sulla base di risorse conferite dai paesi membri dell'area euro, alla maniera del GLF, ma si distingue nettamente da quella prima forma di intervento per il modo in cui impiega quelle risorse. Se il GLF riceveva fondi dai paesi dell'area euro e li prestava alla Grecia, il meccanismo europeo di stabilità impiega quelle stesse risorse come leva finanziaria per contrarre debito: le risorse conferite dai paesi membri sono impiegate come garanzie dei prestiti contratti dal Meccanismo, consentendo così un volume di interventi maggiore di quello del capitale versato. Il Meccanismo si distingue dunque dal GLF per la sua capacità di accumulare debito, una prerogativa che gli consente di tradurre un ammontare limitato di risorse in un più elevato volume di interventi, potenzialmente fino a 550 miliardi di euro.

Dopo aver individuato nella capacità di contrarre debito l'aspetto fondamentale del meccanismo europeo di stabilità, dobbiamo concentrarci sulle sue modalità di funzionamento, caratterizzate da due aspetti principali: da un lato, il Meccanismo è in grado di raccogliere risorse direttamente dalla banca centrale, e dall'altro ha la facoltà di finanziare i paesi acquistandone titoli del debito pubblico all'emissione, dunque sul mercato primario. Il concorso di questi due elementi ci permette di affermare che il meccanismo di stabilità non rappresenta altro che una estensione del processo di indebitamento pubblico dei paesi che vi fanno ricorso: dal momento che il Meccanismo si indebita con lo scopo di trasmettere le risorse raccolte direttamente ai paesi europei che lo richiedono, in pratica esso finisce per sostituirsi all'ordinario processo di indebitamento pubblico di quei paesi. Quando un paese dell'area euro incorre in una crisi del debito pubblico, ha la possibilità di ripetere il processo di indebitamento pubblico all'interno della struttura istituzionale costituita dal meccanismo europeo di stabilità, struttura inclusiva dell'intervento diretto dell'autorità monetaria e dunque libera dai vincoli monetari che caratterizzavano lo svolgimento di quel processo a livello nazionale. Come illustreremo, il

Meccanismo permette ad un paese dell'area euro di poggiare il suo processo di indebitamento pubblico sull'intervento diretto dell'autorità monetaria solamente nel caso in cui si accetta di sottoscrivere un Memorandum che impegna la politica economica nazionale a rientrare nel perimetro definito dalle istituzioni europee.

Analizzando i dati ufficiali prodotti dall'EFSF e dall'ESM, è possibile far emergere un aspetto fondamentale che distingue il processo di indebitamento del Meccanismo da quello di ciascun singolo paese dell'area euro.

Risorse raccolte dal meccanismo europeo di stabilità (EFSF): categoria di sottoscrittori



Fonte: EFSF

Il processo di indebitamento del Meccanismo poggia sull'intervento diretto – ossia in sede di emissione dei titoli – dell'autorità monetaria. I dati parlano, genericamente, di "Banche Centrali" che sottoscrivono i titoli emessi dal Meccanismo: il 31% delle risorse complessivamente raccolte fino al febbraio

2013, cioè 23 miliardi di euro su un totale di 75[195], proviene direttamente da una banca centrale, ed è dunque espressione di un intervento diretto dell'autorità monetaria, che in questa maniera esercita in pieno tutta la sua influenza sulle condizioni del debito contratto dal Meccanismo. Come sappiamo, se la banca centrale interviene direttamente, ha il potere di garantire le migliori condizioni di finanziamento al debitore: ne consegue che la particolare struttura istituzionale entro cui si svolge il processo di indebitamento del Meccanismo produce, essa stessa, i tassi di interesse contenuti che caratterizzano gli interventi di questo strumento.

D'altro canto, il Meccanismo ha la possibilità di effettuare – tramite le risorse raccolte – acquisti di titoli del debito pubblico europei direttamente sul mercato primario, dunque in sede di emissione:

> "the ESM will have the option to purchase the bonds of a beneficiary euro area country in the primary market. In such cases, the ESM could, for example, act as a backstop facility, absorbing portions of primary offerings which are not taken up by private bidders. Such a strategy could potentially help the country concerned to regain access to market financing, thereby improving the cost-efficiency of the support. The conditions and modalities under which bond purchases would be conducted will be specified in the terms and conditions of financial assistance for the beneficiary country, but will in all cases be subject to the same macroeconomic conditionality as applied under [ESM stability support]." (European Central Bank, 2011c, p. 71.)

Appare così evidente che il meccanismo europeo di stabilità rappresenta una interfaccia istituzionale tra i paesi in crisi ed i mercati finanziari. Fuori da quel contesto, paesi come la Grecia sono costretti a pagare alti tassi di interesse, poiché i loro titoli non sono tutelati dall'intervento dell'autorità monetaria – come abbiamo provato a dimostrare nei capitoli precedenti. Per dotarsi di quella tutela, i paesi della periferia d'Europa sono costretti a richiedere l'intervento del

[195] Nostre elaborazioni su dati EFSF.

meccanismo di stabilità, e dunque ad accettarne tutte le condizioni: da quel momento il loro processo di indebitamento pubblico viene tradotto in un contesto istituzionale differente da quello che ne caratterizzava lo svolgimento a livello nazionale, ed esattamente per questa ragione conduce a tassi dell'interesse più favorevoli. Vediamo allora quali sono le condizioni richieste per l'accesso al Meccanismo.

La BCE chiarisce, già nel luglio 2011, che il meccanismo di stabilità finanziaria agisce nella misura in cui un paese dell'area euro adotta le misure indicate dalle autorità europee:

> "any financial assistance will be subject to very strict macroeconomic policy conditionality and be granted on non-concessional terms. Financial assistance must not act as a fiscal transfer, but only as a liquidity bridge that allows euro area countries in distress to "buy time" to take the necessary measures to restore fiscal sustainability and competitiveness in the medium term." (European Central Bank, 2011c, p. 71.)

L'intervento del Meccanismo richiede, come condizione necessaria, che siano adottate determinate misure di politica economica. Dunque il finanziamento del debito pubblico, garantito a condizioni favorevoli dal particolare contesto istituzionale del meccanismo di stabilità, è presentato come una misura temporanea, concepita per garantire quella stabilità finanziaria che è necessaria a modificare il corso della politica economica nazionale, riportandola entro il perimetro disegnato dalle autorità europee nel progetto Europa 2020:

> "[…] to the extent that unforeseen external shocks can occur, the risk crises can never be fully eliminated, in spite of the strengthened fiscal and macroeconomic surveillance. For this reason, and in order to ensure the stability of the euro area as a whole, it was decided to also establish a framework which could provide temporary financial support to euro area countries, with the aim of providing bridge funding for the period of time needed to implement a deep

> adjustment programme to correct imbalances and regain market access. Any financing under the ESM needs to be subject to very strong policy conditionality.
> The purpose of such a crisis management framework is to give the euro area countries in distress the time necessary to implement measures to restore fiscal sustainability, competitiveness and financial stability in the medium term. Financial assistance will only be granted if the country in question implements an adjustment programme capable of redressing the situation. Such and adjustment programme will in general include fiscal consolidation measures and structural reforms that address labour and product market rigidities, thereby improving the growth potential of the economy. While such measures will have some impact in the short term, their full effect often unfold over the medium term. In this context, the financial assistance will serve as a liquidity bridge until the country in question regains market access. At the same time, financial assistance must be granted on non-concessional (i.e. sufficiently unattractive) terms to increase the incentive for the country to return to market financing as soon as possible. In addition, any financial assistance must be disbursed in tranches, conditional on the country's adherence to the targets laid down in the adjustment programme, so as to maintain the incentive for the country to continue to comply with the programme." (European Central Bank, 2011c, pp.72-73.)

È dunque evidente che il principio della condizionalità trasforma gli interventi dell'autorità monetaria in un meccanismo capace di orientare la politica economica nazionale, ed individua esplicitamente nell'istituto del Memorandum lo strumento giuridico idoneo a vincolare il comportamento dei responsabili della politica economica a livello nazionale:

> "ESM will mandate the Commission, together with the IMF and in liaison with the ECB, to negotiate a macroeconomic adjustment programme, details of which will be laid down in a Memorandum of Understanding (MoU) […] The Commission, together with the IMF and in liaison with the ECB, will monitor compliance with the macroeconomic adjustment programme […] On the basis of this report, the Board of Directors will decide by mutual agreement on

> the disbursement of further tranches of the loan." (European Central Bank, 2011c, p. 77.)

Il principio di condizionalità ispira la stessa attuazione dell'ESM, che viene istituito esattamente il giorno dopo la ratifica del Fiscal Compact, e precisando che:

> "Assistance will be provided under strict economic policy conditionality. Furthermore, the modified treaty establishes a new precondition for benefiting from such assistance as of 1 March 2013 (recital 5): member states concerned must ratify the so-called "fiscal compact", i.e. the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, and implement the balanced budget rule as specified in that treaty within the agreed timeline (one year after entry into force)." (European Council, 2012, p.2.)

In conclusione, abbiamo mostrato che la stabilità finanziaria è garantita – mediante un apposito meccanismo istituzionale – solamente ai paesi che accettano, tramite gli impegni sottoscritti nel Memorandum, gli indirizzi di politica economica definiti dalle autorità europee. Il meccanismo di stabilità si configura dunque come uno strumento per amministrare le circostanze istituzionali che preludono al processo di indebitamento pubblico, calibrando l'intervento dell'autorità monetaria sulla base dell'adesione al più ampio disegno di politica economica definito dalle autorità europee.

Dal punto di vista della politica monetaria del debito pubblico, però, questo disegno appare caratterizzato da un limite fondamentale, coincidente con il fatto che gli interventi dell'autorità monetaria a tutela del debito pubblico sono mediati da una entità, il Meccanismo, dotata di risorse finanziarie limitate in quanto autonoma rispetto all'autorità monetaria. Mentre sui mercati primari, dove la domanda si confronta con la limitata offerta rappresentata dalle nuove emissioni, il Meccanismo sembra in grado di esercitare una influenza significativa sul prezzo dei titoli pubblici, l'efficacia di questo strumento di controllo del costo

dell'indebitamento pubblico appare insufficiente non appena si consideri la rilevanza del nesso che lega il prezzo di emissione dei nuovi titoli alle dinamiche dei mercati secondari – da noi studiato tanto nel caso tedesco quanto in quello greco. Nel contesto dei mercati secondari abbiamo visto che i flussi di offerta possono essere amplificati da pratiche speculative e raggiungere così livelli straordinariamente elevati, che risultano impossibili da gestire attraverso un volume di domanda limitato, quale quello caratterizzante la capacità d'intervento del Meccanismo. Nel modello *standard*, per l'appunto, la stabilità delle condizioni di indebitamento pubblico derivava principalmente dall'influenza esercitata dall'autorità monetaria sui mercati secondari: riservando le operazioni di mercato aperto ai titoli del debito pubblico, era possibile garantire la stabilità dei prezzi di quelle particolari attività finanziarie e, per quella via, assicurare un sistematico contenimento dei costi dell'indebitamento pubblico. Tuttavia, il Meccanismo di stabilità può contare su risorse comunque limitate, e dunque non sembra in grado di sostituire l'operato dell'autorità monetaria sui mercati secondari, laddove l'efficacia degli interventi della banca centrale deriva esattamente dalla sua capacità di immettere nel sistema economico una quantità potenzialmente illimitata di risorse a sostegno della domanda di un determinato titolo. Per questa ragione, il disegno istituzionale fin qui illustrato deve essere completato da una qualche forma di intervento diretto dell'autorità monetaria.

8.3.3 Il Securities Market Programme e l'intervento diretto sui mercati

Il quadro degli strumenti di controllo e condizionamento della stabilità finanziaria si completa con gli interventi diretti che l'autorità monetaria europea inizia a praticare sui mercati finanziari a partire dal maggio 2010, dunque contestualmente alla nascita dell'EFSF. L'Eurosistema tenta di definire alcuni strumenti tramite cui calibrare i suoi interventi di sostegno al processo di indebitamento pubblico europeo senza dover ricorrere, caso per caso, ai margini di autonomia che ancora conservano le singole autorità monetarie nazionali, come avvenuto in Grecia ed in Germania. Il primo tassello di questo tentativo

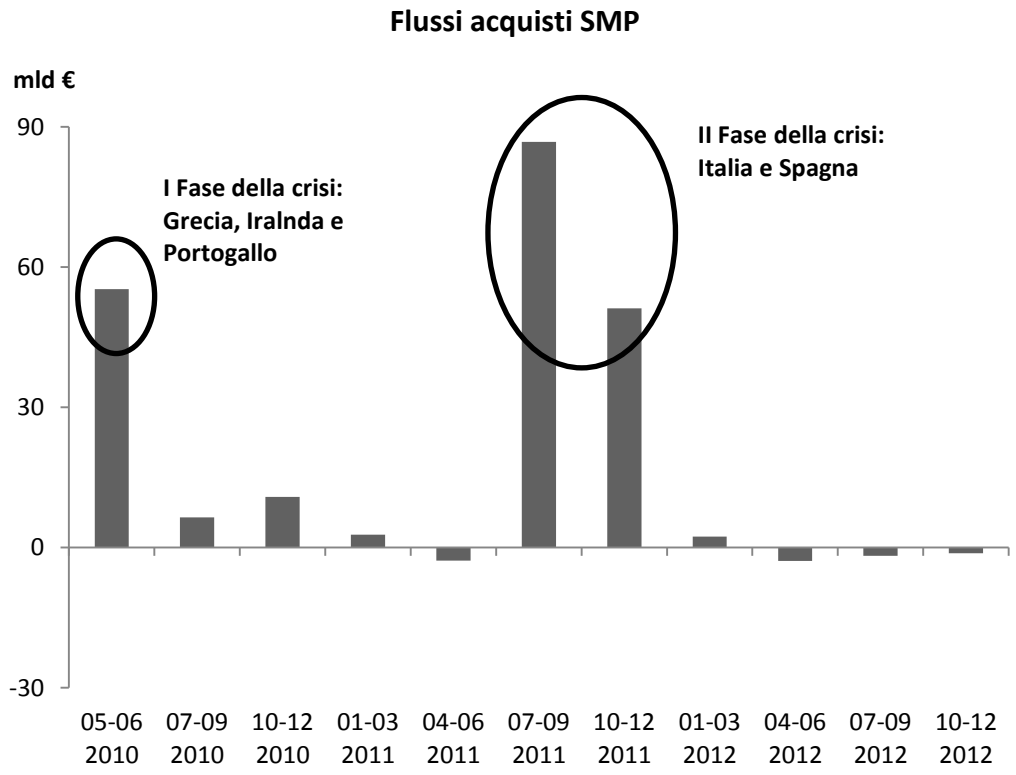
dell'autorità monetaria europea di centralizzare la politica monetaria del debito pubblico sui mercati secondari, pure nella sua capacità di articolare interventi distinti per ciascun paese, è rappresentato dal Securities Market Programme (SMP), varato in concomitanza con il primo prestito alla Grecia.

Sappiamo che, a differenza di quanto avveniva nel modello *standard*, nel modello europeo l'autorità monetaria realizza le sue operazioni di mercato aperto prevalentemente in cambio di attività finanziarie emesse da soggetti privati, e non tramite l'acquisto di titoli pubblici. In questa maniera, come abbiamo spiegato, il sostegno della banca centrale al corso dei titoli pubblici smette di essere implicito nel continuo sostegno che l'autorità monetaria assicura al settore finanziario privato.

Con il SMP, l'autorità monetaria europea introduce una tipologia di operazioni di mercato aperto esplicitamente rivolta al sostegno del debito pubblico: questo Programma prevede infatti che l'Eurosistema possa acquistare titoli del debito pubblico europei sui mercati secondari, nel rispetto del divieto di finanziamento diretto del debito pubblico. Tramite questi acquisti, l'autorità monetaria europea può così tornare ad esercitare una influenza diretta sul corso dei titoli pubblici europei, in una forma però diversa da quella che caratterizzava il modello *standard*. In quel caso, infatti, tale sostengo era sistematico e continuativo, dal momento che accompagnava le operazioni di mercato aperto con cui la banca centrale finanziava, regolarmente, il settore creditizio. Nel modello europeo, invece, gli acquisti dei titoli pubblici sui mercati secondari devono essere realizzati appositamente, tramite uno strumento dedicato, e dunque in forma esplicita. Ed è esattamente tale forma esplicita a consentire all'Eurosistema di associare ai suoi interventi a sostegno del debito pubblico precise condizioni, pratica impossibile nel modello *standard*, laddove quegli interventi erano impliciti nel sistematico sostegno della banca centrale al settore creditizio.

Il SMP rappresenta solamente, come detto, un primo tassello di questo nuovo assetto istituzionale, ma ne illustra efficacemente gli aspetti fondamentali.

Innanzitutto, il Programma viene adottato solamente dopo l'accordo con i governi dei paesi periferici, laddove l'ampliamento degli *spread* stava assumendo dimensioni rilevanti, e dunque rappresenta una prima sperimentazione di quel "principio della condizionalità" che ispirerà la successiva politica monetaria europea del debito pubblico: l'Eurosistema inizia a contrastare la massa di vendite di titoli pubblici che si stava realizzando sui mercati secondari solamente dopo che i rispettivi governi hanno accettato di intraprendere la via dell'austerità fiscale e salariale. Grazie a quegli acquisti, l'autorità monetaria europea può tornare ad esercitare un controllo costante sul livello dello *spread*, e possiamo constatare che questo potere viene impiegato sempre a valle di una crisi del debito pubblico, dunque solo dopo che i titoli pubblici dei paesi periferici hanno sperimentato un qualche deprezzamento:



Fonte: European Central Bank

I dati forniti dall'Eurosistema sul SMP sono pochi e di difficile lettura: conosciamo l'ammontare di titoli pubblici detenuti settimanalmente

dall'Eurosistema nel suo complesso nell'ambito del SMP[196], senza sapere quali banche centrali nazionali abbiano acquistato, di volta in volta, quali titoli pubblici, e poi conosciamo la provenienza dei titoli pubblici acquistati nell'ambito del SMP e detenuti dall'Eurosistema nel suo complesso al 31 dicembre 2012[197].

Appare evidente, dai pochi dati a nostra disposizione, che gli acquisti di titoli pubblici europei da parte dell'Eurosistema si siano concentrati in due momenti specifici della crisi dell'area euro: una prima massa di acquisti si registra tra il maggio ed il settembre 2010, quando i tassi di interesse di Grecia, Irlanda e Portogallo stavano crescendo sensibilmente, mentre la seconda massa di acquisti, più consistente, si registra proprio in seguito al repentino incremento nei tassi di interesse sul debito pubblico dei due maggiori paesi periferici, Italia e Spagna, nella seconda metà del 2011.

Nel 2013 l'Eurosistema pubblica l'ammontare di titoli pubblici dei diversi paesi europei acquistati nell'ambito del SMP e detenuti al 31 dicembre 2012, ed è interessante notare che emerge una corrispondenza quasi puntuale tra le due ondate di acquisti osservate e l'ammontare di titoli dei due gruppi di paesi posseduti dall'Eurosistema: l'autorità monetaria europea dichiara infatti di possedere 66 miliardi di euro tra titoli pubblici greci, portoghesi ed irlandesi, e 142 miliardi di euro tra titoli pubblici spagnoli ed italiani, e noi sappiamo che prima dell'estate 2011, quando la crisi colpiva il primo gruppo di paesi, sono stati acquistati 75 miliardi di euro di titoli pubblici europei, mentre nell'anno successivo, quando Spagna ed Italia sono state toccate dalla crisi del debito pubblico, il SMP ha portato nelle casse dell'Eurosistema 140 miliardi di euro di titoli pubblici europei.

Possiamo dunque affermare che l'Eurosistema si è dotato, tramite lo strumento del SMP, della possibilità di realizzare quegli acquisti di titoli pubblici che sono necessari per contenere i costi dell'indebitamento pubblico in presenza di pressioni al rialzo derivanti dalle dinamiche di mercato. Tuttavia, poiché è evidente che gli *spread* tra titoli pubblici europei non si sono affatto eliminati in

[196] Dati European Central Bank.
[197] Cfr. European Central Bank (2013b).

seguito a questi interventi, possiamo concludere osservando che l'Eurosistema ha disegnato un modello di politica monetaria del debito pubblico che gli consente di amministrare il grado di pressione esercitato dalle dinamiche di mercato sul processo di indebitamento pubblico dei diversi governi europei, e di farlo in maniera centralizzata – diversamente da quanto avvenuto nel caso greco, quando l'ampliamento degli *spread* è stato indotto da opposte pratiche operative messe in campo, contemporaneamente, dalla Bundesbank e dalla Banca di Grecia tra il 2009 ed il 2010. Lo strumento del SMP ha permesso alla banca centrale di ristabilire la sua presenza sui mercati secondari dei titoli pubblici europei, ponendo fine a quello stato di eccezione che aveva portato i titoli pubblici greci ad essere abbandonati alle dinamiche speculative: dal punto di vista istituzionale, questa misura ha dunque riaffermato il governo dell'autorità monetaria sulle dinamiche di quei particolari mercati finanziari.

Calibrando i suoi interventi in misura diversa per ciascun paese dell'area euro, l'Eurosistema può così controllare l'ampiezza degli *spread* tra i titoli pubblici europei, determinando con precisione il grado di pressione consentito dall'autorità monetaria sul debito pubblico. Come illustreremo, il SMP rappresenta limpidamente i tratti fondamentali della particolare politica monetaria del debito pubblico affermata in Europa negli anni più recenti, un assetto istituzionale che consente all'Eurosistema di graduare con esattezza la sua disponibilità a sostenere il processo di indebitamento pubblico dei diversi governi europei.

8.3.4 Le Transazioni Monetarie Definitive ed il controllo degli *spread*

Il 6 settembre 2012 si dichiara terminato il SMP e viene introdotto lo strumento delle Transazioni Monetarie Definitive (OMT), che può essere concepito come una evoluzione del precedente programma di acquisti di titoli pubblici sui mercati secondari[198]. Le OMT sono acquisti di titoli del debito

[198] Cfr. European Central Bank (2012b).

pubblico sui mercati secondari che possono essere realizzati direttamente dall'autorità monetaria, dunque senza alcun limite quantitativo predefinito.

Questa forma di intervento sui mercati secondari permette all'Eurosistema di esprimere tutta la sua autorità monetaria sui mercati dei titoli del debito pubblico, ripristinando una qualche forma di governo dei costi dell'indebitamento pubblico. Lo scopo di queste operazioni è infatti, nelle stesse parole del Governatore della BCE Mario Draghi, quello di controllare il tasso di interesse pagato sui titoli pubblici europei:

> "Dalla seconda metà del 2011, abbiamo assistito all'emergere di una nuova fonte di stress: quello che fu definito il rischio di "ridenominazione" derivante dall' eventualità dell'uscita dall'euro di un qualche paese o addirittura dal collasso della moneta unica. A questa eventualità si associava una particolare forma di premio al rischio di credito che nulla aveva a che fare con la valutazione del merito di solvibilità del debitore, ma che era invece dovuto ad attese immotivate di cedimento sistemico dell'area dell'euro. La Bce ha così lanciato il programma OMT (cioè le Outright Monetary Transactions, ovvero Operazioni Monetarie Definitive) un'iniziativa di politica monetaria orientata all'eliminazione del premio finanziario dovuto a tale specifico rischio sistemico.
> L'OMT consiste nella possibilità da parte della BCE di acquisti sul mercato secondario di titoli di debito pubblico, con una durata residua fino a tre anni, nella misura necessaria per eliminare il rischio di "ridenominazione" (cioè, quello legato alle aspettative sulla fine dell'euro) dai mercati finanziari." (Cfr. Draghi, 2013)

Draghi spiega l'ampliamento degli *spread* tra i titoli pubblici europei tramite un incremento nel rischio di svalutazione, mentre noi abbiamo argomentato che appare ragionevole collegare quel fenomeno al rischio di deprezzamento delle sottostanti attività finanziarie. Resta il fatto che, a prescindere da quale sia l'origine dell'incremento nei tassi di rendimento pagati dai titoli pubblici europei, le OMT vengono presentate dal Governatore della BCE come uno strumento idoneo a comprimere quei tassi, a riprova del fatto che

l'autorità monetaria ha tutti gli strumenti per governare i movimenti di fondo dei mercati finanziari e dunque, per questa via, anche il costo dell'indebitamento pubblico.

Lo strumento delle OMT viene poi vincolato, tramite il principio della condizionalità, al più ampio disegno di politica monetaria del debito pubblico che abbiamo illustrato in questo capitolo:

> "A necessary condition for Outright Monetary Transactions is strict and effective conditionality attached to an appropriate European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism (EFSF/ESM) programme. Such programmes can take the form of a full EFSF/ESM macroeconomic adjustment programme or a precautionary programme (Enhanced Conditions Credit Line), provided that they include the possibility of EFSF/ESM primary market purchases. The involvement of the IMF shall also be sought for the design of the country-specific conditionality and the monitoring of such a programme. The Governing Council will consider Outright Monetary Transactions to the extent that they are warranted from a monetary policy perspective as long as programme conditionality is fully respected, and terminate them once their objectives are achieved or when there is non-compliance with the macroeconomic adjustment or precautionary programme. Following a thorough assessment, the Governing Council will decide on the start, continuation and suspension of Outright Monetary Transactions in full discretion and acting in accordance with its monetary policy mandate. (European Central Bank, 2012b.)

In sostanza, l'autorità monetaria europea si riserva il diritto di portare sotto la sua tutela solamente i titoli del debito pubblico di quei paesi che hanno fatto ricorso al meccanismo di stabilità: ciò significa che solo i paesi che hanno sottoscritto un Memorandum, e si sono conseguentemente impegnati ad introdurre precise politiche economiche in linea con Europa 2020, potranno usufruire del sostegno dell'autorità monetaria al corso dei propri titoli pubblici. In questa maniera, le OMT rappresentano il perfezionamento dell'attività svolta dall'autorità monetaria europea sui mercati finanziari tra il 2010 ed il 2011

tramite il SMP: l'Eurosistema si impegna a garantire la stabilità del corso dei titoli pubblici solo se un paese accetta le linee di politica economica indicate dalle autorità europee.

Un simile disegno degli interventi diretti dell'autorità monetaria sui mercati secondari dei titoli pubblici appare perfettamente coerente con il ruolo di dispositivo disciplinante assunto, nella nostra interpretazione, dalla politica monetaria europea del debito pubblico. Infatti, un paese che si allontani dal percorso di politica economica definito dalla Commissione Europea incorre nel rischio di instabilità finanziaria: gli operatori finanziari avranno la certezza che l'Eurosistema non interverrà in sostegno di quei particolari titoli del debito pubblico, e dunque dovranno associare a quelle attività finanziarie un rischio di deprezzamento sempre crescente. In questa maniera si stabilisce una perfetta corrispondenza tra il mancato rispetto delle regole di politica economica affermate dalle autorità europee e l'instabilità finanziaria.

La sistematizzazione degli interventi praticati in forma disordinata nel caso greco trova il suo culmine nella modifica apportata dall'Eurosistema alla sua politica dei collaterali, in concomitanza con l'introduzione delle OMT:

> "The Governing Council of the ECB has decided to suspend the application of the minimum credit rating threshold in the collateral eligibility requirements for the purposes of the Eurosystem's credit operations in the case of marketable debt instruments issued or guaranteed by the central government, and credit claims granted to or guaranteed by the central government, of countries that are eligible for Outright Monetary Transactions or are under an EU-IMF programme and comply with the attached conditionality as assessed by the Governing Council." (European Central Bank, 2012c.)

In pratica l'autorità monetaria europea garantisce massima liquidità ai titoli del debito pubblico di quei paesi che accettano il principio di condizionalità posto alla base delle OMT. Questo significa che il progressivo inasprimento dei tassi di interesse sul debito pubblico di un paese uscito dal perimetro della

politica monetaria europea può condurre quelle attività finanziarie a perdere tutta la loro liquidità: se il *rating* di quei titoli scende sotto la soglia minima accettata dall'Eurosistema, infatti, il settore creditizio non potrà più impiegare quelle attività come garanzia delle operazioni di mercato aperto, e dunque tenterà di liberarsene, alimentando in questa maniera la spirale nei tassi di interesse. Questo processo consente ad un paese di porre fine all'instabilità finanziaria così generata solamente tramite il ricorso al Meccanismo Europeo di Stabilità, che richiede la sottoscrizione di un Memorandum – e dunque impegna il paese a tornare nel perimetro della politica economica europea – ma garantisce, oltre all'intervento diretto dell'autorità monetaria in sostegno del processo di indebitamento pubblico, anche la possibilità di impiegare quei titoli pubblici presso l'Eurosistema a prescindere dal *rating* che li accompagna.

In conclusione, abbiamo presentato l'insieme delle misure che vanno a comporre il nuovo assetto istituzionale promosso in Europa proprio in coincidenza con la crisi del debito pubblico che ha colpito, a partire dalla Grecia, i paesi della periferia europea. Nella nostra interpretazione, la chiave di volta di questo modello istituzionale può essere individuata nell'impiego della politica monetaria del debito pubblico come dispositivo disciplinante, un concetto su cui vale la pena concentrare le nostre ultime riflessioni.

8.4 La disciplina europea

8.4.1 La politica monetaria come dispositivo disciplinante

Abbiamo parlato esplicitamente dell'uso della politica monetaria europea come dispositivo disciplinante dell'area euro perché vi è una esatta corrispondenza tra la disponibilità dell'Eurosistema ad impiegare la sua autorità monetaria in sostegno del processo di indebitamento pubblico di un paese europeo ed il grado di adesione di quel paese al disegno di politica economica definito dalla Commissione Europea.

Nei capitoli precedenti abbiamo mostrato come la politica monetaria europea contenesse in sé i presupposti dell'instabilità finanziaria che colpirà i paesi della periferia d'Europa. In questo capitolo, abbiamo mostrato che i nuovi strumenti di politica monetaria introdotti negli anni della crisi svolgono esattamente la funzione di consentire all'autorità monetaria di amministrare quella instabilità, in modo tale da farla coincidere con il mancato rispetto degli orientamenti di politica economica indicati dalle istituzioni europee. Per queste ragioni abbiamo potuto affermare che la politica monetaria del debito pubblico ha imposto, ai paesi della periferia europea, una disciplina legata alle regole dettate nell'agenda Europa 2020: l'operato dell'autorità monetaria è stato così orientato a tradurre l'instabilità finanziaria, che proveniva dalla sua stessa indisponibilità a sostenere il processo di indebitamento pubblico, in uno strumento di persuasione dei responsabili della politica economica nazionale. Le crisi del debito pubblico esplose in Europa, a partire dal caso greco, possono essere interpretate come momenti di discontinuità nella conduzione della politica economica nazionale indotti dall'autorità monetaria con lo scopo di orientare le decisioni fondamentali secondo un disegno definito dalla Commissione Europea.

È interessante notare come la stessa Commissione Europea, nell'elaborare le sue raccomandazioni di politica economica all'interno del Semestre Europeo, annoveri le pressioni esercitate dall'instabilità dei mercati dei titoli pubblici tra le "key reasons why Member States should follow the recommendations":

> "Market pressure: The sovereign debt crisis has dramatically increased the scrutiny to which EU Member States are subjected on the bond markets. This is clearly a strong incentive for governments to pursue policies aimed at bringing down debt and deficits while boosting their economies' growth potential and capacity to generate jobs, in line with the country-specific recommendations." (European Union, 2011.)

Pertanto, l'idea che l'instabilità finanziaria abbia veicolato un preciso orientamento di politica economica è esplicitamente formulata dalle autorità europee. La nostra interpretazione della crisi del debito pubblico europea aggiunge a questa idea una considerazione: argomentando che l'instabilità finanziaria è il risultato delle circostanze storico-istituzionali che governano il funzionamento del mercato della moneta, abbiamo potuto concludere che la crisi del debito pubblico è stata sollevata dalle medesime forze che stanno conducendo, nei paesi della periferia d'Europa, a quel profondo mutamento nelle regole che preludono alla distribuzione del reddito tra salari e profitti di cui la Grecia rappresenta il caso esemplare, descritto nel primo capitolo di questo lavoro.

8.4.2 L'esempio greco

Al termine di questo capitolo, nel quale abbiamo allargato lo sguardo alle più recenti evoluzioni del contesto istituzionale europeo che si sono realizzate in coincidenza con la crisi del debito pubblico, riteniamo opportuno riportare il discorso sul fenomeno che costituisce il centro della presente ricerca, al fine di mostrare che il caso greco rappresenta la più evidente manifestazione della natura disciplinante della politica monetaria europea del debito pubblico.

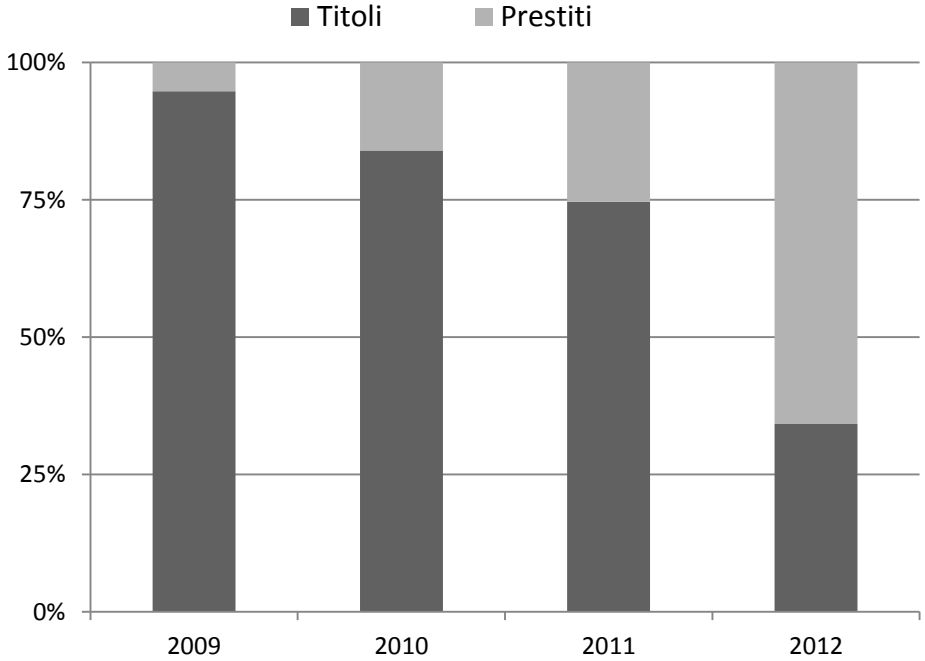
Nonostante la crisi del debito pubblico esplosa nel 2009, la Grecia continua ad indebitarsi, e ad indebitarsi addirittura più che in passato: il debito pubblico greco, che prima della crisi ammontava a circa 300 miliardi di euro, è arrivato a circa 370 miliardi di euro alla fine del 2011[199] (prima che si realizzasse la ristrutturazione del debito che lo ha riportato ai livelli del 2009). In rapporto al Pil, il debito pubblico greco è passato dal 129,7% del 2009 al 170,6% del 2011[200]. Questa evidenza empirica ci dimostra, nuovamente, che la crisi del debito pubblico non è in alcun rapporto con l'ipotesi che il livello del debito accumulato possa risultare insostenibile: quella crisi non ha mai impedito alla Grecia di

[199] Dati Ministry of Finance, Hellenic Republic.
[200] Dati Eurostat.

contrarre nuovo debito pubblico, dal momento che l'autorità monetaria, nella sua funzione di prestatore di ultima istanza, ha sempre garantito lo stato di solvenza del governo greco attraverso la varietà di interventi che abbiamo illustrato.

Sebbene dunque la Grecia non smetta mai di accumulare nuovo debito, la crisi muta profondamente le *condizioni* entro cui quel debito viene contratto. La crisi greca trova espressione in un significativo cambiamento nella composizione del debito pubblico del paese, che passa dall'essere quasi interamente composto da titoli negoziabili, nel 2009, ad essere rappresentato per circa il 70% dai 'prestiti condizionati' concessi dalle autorità europee nel 2012:

Composizione del debito pubblico greco



Fonte: Ministry of Finance, Hellenic Republic

L'intervento del prestatore di ultima istanza si è progressivamente sostituito alla raccolta di fondi sul mercato. Appare dunque possibile stabilire una connessione tra la crisi del debito pubblico e le condizioni istituzionali entro cui quel debito è concesso: articolando i propri interventi tramite prestiti

vincolati all'adozione di specifiche politiche economiche, l'Eurosistema ha radicato nel processo di indebitamento pubblico della Grecia l'origine della disciplina imposta a quel paese.

Pur ragionando nell'ottica del modello *standard*, e dunque escludendo che l'autorità monetaria possa finanziare direttamente il debito pubblico, si può affermare che il collocamento di titoli del debito pubblico, dunque la traduzione del debito pubblico in attività negoziabili sui mercati finanziari, rappresenti la manifestazione monetaria di una qualche autonomia del processo di indebitamento pubblico di un paese, poiché significa che quel paese è in grado di contrattare i termini del suo indebitamento sui mercati finanziari, e dunque può generare nuovo debito in base alle sue necessità, senza condizionamenti esterni. Il caso greco ci mostra come tale autonomia possa essere progressivamente erosa dalla diffusione di forme di indebitamento "vincolate", quali quelle offerte alla Grecia dalle autorità europee, a partire dal 2010, attraverso gli strumenti analizzati in questo capitolo. Il sensibile ampliamento della quota di debito pubblico costituito da prestiti istituzionali rappresenta, dal momento che quei prestiti sono accompagnati da precise condizioni di politica economica, una progressiva perdita di autonomia della Grecia sulle decisioni fondamentali di governo della sua economia. L'espressione forse più eclatante di questo assoggettamento della politica economica nazionale si può rintracciare nelle due lettere "gemelle" inviate, in prossimità delle elezioni politiche del maggio 2012, al presidente dell'Eurogruppo Junker dai *leader* degli allora principali partiti di centro-destra, Nea Demokratia, e centro-sinistra, Pasok. George A. Papandreou, il Presidente del Pasok, scrive:

> "In the event of being elected Greece's next government, we will remain fully committed to the effective implementation of the Program's objectives and targets as described above and as set out in detail in the MoU/MEFP." (Papandreou, G. A., 2012)

Alla stessa, identica, maniera Antonis C. Samaras, Presidente di Nea Demokratia, scrive:

> "If Nea Demokratia wins the next election in Greece, we will remain committed to the Program's objectives, targets and key policies as described in the MoU/MEFP." (Samaras 2012)

In questo modo, prima che si svolgano le elezioni, i principali partiti politici greci si impegnano con le autorità europee a seguire le indicazioni contenute nel Memorandum, ponendo di fatto la politica economica del paese fuori dal perimetro di competenza del Parlamento che sarebbe stato eletto. I profondi mutamenti nelle modalità di indebitamento pubblico della Grecia hanno portato con sé una serie di vincoli alla politica economica, orientandone in maniera decisiva le più recenti evoluzioni, caratterizzate dall'applicazione di misure di austerità fiscale e salariale.

In questo senso, possiamo affermare che il caso greco mostra, in forma palese, la natura disciplinante della politica monetaria del debito pubblico realizzata in Europa nel contesto della crisi. Questa manifestazione palese del fenomeno lascia rapidamente il posto ad un'articolata architettura istituzionale, quale quella illustrata nel presente capitolo, che perfeziona e ripete in maniera sistematica l'insieme di pratiche operative messe in campo dall'autorità monetaria nell'esperimento greco. Il nuovo assetto istituzionale europeo, fondato sugli strumenti dell'ESM e delle OMT, costituisce la forma più raffinata del dispositivo disciplinante tramite cui la Commissione Europea può esercitare tutta la sua influenza sulle politiche economiche nazionali in Europa.

Capitolo IX Conclusioni

9.1 Critica dell'interpretazione tradizionale della crisi greca

Una visione armonica del funzionamento delle economie capitalistiche, che trae la sua spiegazione da una teoria fondata sulla spontanea tendenza all'equilibrio delle forze di domanda ed offerta, è probabilmente alla base dell'opinione, tanto diffusa, che le crisi siano indotte dalla disordinata evoluzione di un qualche fenomeno al di fuori del percorso segnato dal libero agire delle dinamiche di mercato. La crisi è intesa, insomma, come fenomeno di squilibrio. Quella sensibile caduta dei livelli di produzione ed occupazione, che definiamo genericamente crisi, si configura dunque come una *reazione* del sistema al comportamento irrazionale di alcuni "fondamentali" dell'economia: una variabile fuoriuscita dal sentiero di equilibrio compromette la stabilità dell'intero sistema economico. Come conseguenza di questa più ampia visione, lo studio delle crisi economiche si declina generalmente come un tentativo di individuarne la causa *oggettiva*: ritenendo che il sistema economico non avrebbe potuto reagire diversamente ad una simile perturbazione, si giunge alla conclusione che la crisi è la *necessaria* conseguenza di quell'allontanamento da una situazione di equilibrio. Lungo queste linee di pensiero, si finisce dunque per concentrare il dibattito sulle crisi intorno alle possibili qualificazioni di quella apparente irrazionalità che ha originato il fenomeno: errori di politica economica, disegni istituzionali fallaci e finanche comportamenti opportunistici di particolari agenti economici possono deviare una singola variabile dal percorso ottimale, e vengono così elevati a spiegazioni ultime di quei complessi stravolgimenti sociali che sono le crisi di un sistema produttivo.

Non è un caso, dunque, che la crisi greca sia stata immediatamente interpretata come il risultato di una sconsiderata conduzione della politica

fiscale: la continua ripetizione di disavanzi pubblici si sarebbe risolta nell'accumulazione di un debito pubblico insostenibile, ovverosia incompatibile con l'ordinato funzionamento del sistema economico, dando luogo così a quella evidenza empirica che rappresenta l'epifenomeno della crisi greca, la spirale nei tassi dell'interesse sul debito pubblico del paese. Nella più diffusa interpretazione della crisi greca, il debito pubblico costituisce la variabile uscita dal perimetro definito dalle condizioni di equilibrio, e può quindi essere concepito come la causa della depressione che ha caratterizzato l'economia greca negli anni successivi. Il particolare *incipit* della crisi greca, che ha visto il tasso dell'interesse sul debito pubblico del paese innalzarsi a ritmi straordinariamente elevati, può così essere considerato come la manifestazione empirica della insostenibilità di quel debito.

La nostra ricerca ha preso dunque avvio da un'analisi critica di questa lettura del fenomeno, ed ha individuato nell'universo teorico neoclassico le fondamenta logiche della più diffusa interpretazione della crisi greca. Tracciando una perfetta simmetria tra l'analisi del comportamento di un singolo individuo e quella del settore pubblico dell'economia, e dunque imponendo a quest'ultimo la condizione di trasversalità che proviene dallo studio delle condizioni di massimizzazione dell'utilità individuale, l'indagine neoclassica afferma che un valore attuale positivo del debito pubblico futuro risulta incompatibile con la massimizzazione dell'utilità dei singoli individui che compongono il settore privato dell'economia. Ne consegue che la sostenibilità del debito pubblico deriva dalla capacità del governo di realizzare avanzi primari di bilancio. Abbiamo mostrato che esistono rilevanti punti di debolezza impliciti nel ragionamento neoclassico – legati alla necessità di analizzare l'evoluzione dell'indebitamento pubblico entro un orizzonte temporale infinito – che lo conducono ad elaborare una nozione di sostenibilità del debito pubblico priva di un contenuto normativo significativo: la realizzazione degli avanzi primari prescritti può infatti essere rinviata indefinitamente nel tempo senza, per questo, condurre il debito pubblico accumulato fuori dal perimetro della sostenibilità che è stato disegnato.

Nella nostra analisi critica, abbiamo tentato di mostrare che le successive evoluzioni del concetto di sostenibilità del livello del debito pubblico possono essere concepite come un tentativo di ridisegnare il perimetro della sostenibilità intorno ad un contenuto normativo preciso, in modo da superare i limiti che caratterizzano l'analisi tradizionale.

Le moderne formulazioni della nozione di sostenibilità – sintetizzabili nella 'condizione di stabilità' – spostano l'attenzione dal livello assoluto del debito pubblico al suo rapporto con il prodotto complessivo, e associano la sostenibilità del debito pubblico ad una politica fiscale capace di garantire la stabilità di quel rapporto. Poiché un qualsiasi incremento del rapporto tra debito pubblico e reddito rappresenta una violazione della condizione di stabilità, quella particolare nozione di sostenibilità finisce per richiedere alla politica fiscale, sotto particolari ipotesi, l'improrogabile realizzazione di avanzi primari di bilancio. Il carattere della improrogabilità, associato in questa maniera alla prescrizione di politica fiscale definita dalla teoria, libera l'analisi della sostenibilità dall'indefinitezza che ne caratterizzava il contenuto normativo nell'originale formulazione. Analizzando la letteratura istituzionale, e dunque i documenti elaborati dai responsabili della politica economica durante la crisi greca, abbiamo mostrato come il debito pubblico del paese sia stato definito insostenibile esattamente perché la politica fiscale risultava diversa da quella idonea a stabilizzare il rapporto debito/Pil. L'austerità fiscale imposta alla Grecia, d'altro canto, non rappresenta altro che la tendenza verso quegli improrogabili avanzi primari richiesti dalla condizione di stabilità.

Il nostro studio ha quindi tentato di capire come è stato possibile, dal punto di vista della teoria economica, superare i limiti normativi dell'analisi della sostenibilità tradizionale e giungere a formulare, come nel caso greco, prescrizioni di politica fiscale puntuali. In questa direzione, il primo risultato della nostra ricerca è stato quello di stabilire una perfetta continuità tra la nozione tradizionale di sostenibilità del debito pubblico e le sue più moderne formulazioni: la condizione di stabilità non costituisce un concetto di sostenibilità

distinto da quello tradizionale, ma risulta intrecciata all'imposizione della condizione di trasversalità al settore pubblico dell'economia, e dunque rappresenta semplicemente una evoluzione dell'analisi neoclassica. Studiando le origini teoriche della condizione di stabilità, abbiamo tentato di mostrare che essa non rappresenta altro che una ipotesi, introdotta nell'analisi neoclassica della sostenibilità con lo scopo di superarne le contraddizioni di fondo. Se si ipotizza che il tasso di crescita del debito pubblico sia vincolato dal tasso di crescita del reddito, e che quest'ultimo sia stabilmente inferiore al tasso dell'interesse, si giunge infatti necessariamente alla conclusione che la condizione di trasversalità possa essere soddisfatta solamente attraverso la realizzazione di avanzi primari di bilancio *immediata*. La natura di questa conclusione, che si pone all'origine del carattere di urgenza che ha accompagnato l'attuazione dell'austerità fiscale in Grecia, è però strettamente connessa alle particolari ipotesi introdotte, le quali appaiono prive di una solida base logica. L'ipotesi di stabilità, infatti, vincola arbitrariamente il segno del saldo di bilancio pubblico su un orizzonte temporale infinito, impedendo per costruzione che si alternino disavanzi ed avanzi primari – cioè escludendo *a priori* che si possa modificare, nel tempo, la direzione della politica fiscale. L'ipotesi di un tasso di interesse stabilmente maggiore del tasso di crescita del reddito, che a questo punto rende necessaria la strada degli avanzi primari, contraddice le basi teoriche entro cui la stessa analisi neoclassica muove, riconducibili al modello di Solow e dunque all'idea che, in equilibrio, il tasso di interesse coincida con il tasso di crescita del reddito. In questo senso, abbiamo potuto concludere che non esistono solide basi teoriche per argomentare la necessità improrogabile di procedere, come avvenuto in Grecia, verso la realizzazione di consistenti avanzi primari di bilancio; in altre parole, riteniamo che la teoria economica non sia in grado di poggiare su fondamenta solide l'idea che vi sia un particolare *livello* del debito pubblico (in termini assoluti o in rapporto al prodotto complessivo) definibile come insostenibile in termini astratti.

Le nostre considerazioni svolte ci inducono a osservare criticamente il dibattito teorico che si svolge intorno all'analisi della sostenibilità del debito pubblico, polarizzato a nostro avviso tra due posizioni caratterizzate da rilevanti ambiguità. L'analisi ortodossa – che ha fornito le basi teoriche per l'interpretazione più diffusa della crisi greca, la medesima promossa dai creditori istituzionali del paese – tende a sovrapporre, fino a confonderle, la condizione di stabilità ed il concetto tradizionale di sostenibilità; in questa maniera poggia le sue argomentazioni, ma solo apparentemente, su di un concetto di sostenibilità dotato, contemporaneamente, di solide basi teoriche nonché di un preciso contenuto normativo. Tuttavia abbiamo mostrato come solamente la condizione di trasversalità risulti, non senza ambiguità, ancorata ai principi dell'analisi neoclassica, mentre appare possibile rafforzare il contenuto normativo di quel concetto di sostenibilità solo accettando le particolari ipotesi su cui è costruita la condizione di stabilità, ipotesi che indeboliscono sensibilmente la coerenza teorica ed il grado di generalità dell'analisi. All'altro polo del dibattito teorico si pongono quegli economisti che ritengono di poter sviluppare l'analisi della sostenibilità del livello del debito pubblico al di fuori dei limiti dello schema neoclassico, semplicemente abbandonando la condizione di trasversalità ma restando, al tempo stesso, nel perimetro della condizione di stabilità. Quest'ultima, tuttavia, rappresenta una articolazione particolare del più generale discorso neoclassico sulla sostenibilità del debito pubblico, e dunque risulta priva di significato se, posta fuori da quello specifico contesto teorico, è concepita indipendentemente dalle difficoltà che quel ragionamento incontrava nell'estendere l'analisi del debito individuale al settore pubblico dell'economia. Alla luce di quanto osservato, qualsiasi sforzo di sviluppare l'analisi della sostenibilità del debito pubblico lungo le linee tracciate dalla condizione di stabilità, tutta concentrata sull'idea che esista un certo livello insostenibile del rapporto tra debito pubblico e prodotto complessivo, appare al più destinato a rientrare nel perimetro dell'indagine tradizionale.

9.2 La crisi come discontinuità nel governo dell'economia

In ragione delle difficoltà incontrate dall'analisi neoclassica, che non sembra in grado di poggiare su basi solide una interpretazione della crisi greca fondata sulla insostenibilità del livello del debito pubblico accumulato dal paese, abbiamo deciso di impostare la nostra indagine a partire da un approccio teorico alternativo, quello caratteristico dell'economia politica classica. Entro quel contesto analitico, la spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico, l'*incipit* della crisi greca, deve essere studiata ad un livello di astrazione sensibilmente inferiore a quello imposto dalla teoria neoclassica: seguendo la particolare formulazione della teoria classica elaborata da Marx, possiamo infatti concepire il tasso dell'interesse come una variabile di natura storico-istituzionale, definita all'interno della sfera distributiva. L'analisi del livello del debito pubblico dimostra così tutta la sua inadeguatezza, dal momento che astrae dalle particolari circostanze storico-istituzionali entro cui quel debito è contratto, e dunque ignora proprio i fattori che, dal punto di vista classico, devono essere posti al centro dell'indagine.

Alcune specificità del fenomeno studiato ci hanno indotto a fare particolare riferimento al modo in cui Marx tratta, all'interno del paradigma classico, l'analisi del tasso dell'interesse. La crisi greca, infatti, si verifica all'interno di un contesto distributivo in cui si realizzano, contemporaneamente, una significativa contrazione del salario reale e del tasso dell'interesse fissato dall'autorità monetaria: nella nostra analisi dell'impostazione classica, abbiamo mostrato che la prospettiva marxiana risulta idonea a rappresentare, in una forma coerente con il nucleo della teoria, movimenti opposti del tasso dell'interesse e del saggio generale del profitto. Con Marx, abbiamo individuato le circostanze che preludono alla determinazione del tasso di interesse in quei fattori storico-istituzionali che caratterizzano il funzionamento dei mercati finanziari, laddove flussi di domanda e offerta di liquidità si confrontano entro rapporti definiti dall'autorità monetaria. L'approccio teorico adottato attribuisce ai fattori istituzionali che governano il mercato monetario una influenza

dominante sulle circostanze che determinano le dinamiche dell'interesse, e per questa ragione pone al centro della nostra indagine sulla crisi greca il ruolo della politica monetaria che, in quegli anni, ha orientato i movimenti di fondo dei mercati finanziari, plasmando l'ambiente entro cui si è manifestato l'*incipit* della crisi greca. È importante sottolineare che, impostando la nostra analisi lungo le linee del pensiero dei classici e di Marx, abbiamo posto le premesse per indirizzare la nostra ricerca lontano da quella diffusa opinione secondo cui le crisi economiche sarebbero indotte dall'evolversi disordinato di un qualche fenomeno economico. Se la dinamica del tasso dell'interesse che ha dato origine alla crisi greca è stata, in una qualche maniera, governata, allora possiamo ritenere che la crisi stessa, lungi dall'essere indotta da un caotico movimento sfuggito al controllo della politica economica, si configura piuttosto come il risultato di precise scelte di governo dell'economia.

Durante il percorso di ricerca seguito, l'elaborazione di una interpretazione della crisi greca si è progressivamente estesa a tutti quei paesi che, dopo la Grecia, hanno incontrato simili difficoltà in sede di rifinanziamento del debito pubblico: Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna ed Italia sono economie caratterizzate da "fondamentali" variegati, ma condividono la medesima autorità monetaria, e dunque – all'interno del nostro quadro interpretativo – sono soggetti ai medesimi orientamenti di fondo imposti dall'Eurosistema al governo dei mercati finanziari. La natura dell'indagine, concentrata sul contesto istituzionale, ci ha portato dunque ad allargare lo sguardo, oltre i confini greci, alla crisi del debito pubblico che ha colpito la periferia d'Europa.

Sul terreno aperto dall'approccio classico, la nostra interpretazione della crisi greca muove dallo studio del contesto di politica monetaria del debito pubblico che l'Eurosistema ha progressivamente affermato. Quel particolare disegno delle relazioni tra governi nazionali ed autorità monetaria europea si è imposto definitivamente solo in seguito alla crisi finanziaria del 2008, quando la carenza di liquidità seguita al fallimento della Lehman Brothers ha posto l'Eurosistema al centro dei mercati monetari, consentendogli di esercitare una

influenza straordinaria sui rapporti di forza che si esprimono nel settore finanziario dell'economia. Il nostro studio ha sottolineato uno specifico aspetto del nuovo modello europeo che lo distingue dal precedente assetto istituzionale, definito per semplicità modello *standard*. Nel modello *standard* la banca centrale finanzia in maniera sistematica – seppur indiretta – il debito pubblico, dal momento che orienta le sue operazioni di mercato aperto prevalentemente all'acquisto di titoli pubblici: per questa via, l'autorità monetaria può esercitare un'azione di sostegno alla domanda di quelle particolari attività finanziare, e dunque di stabilizzarne il corso. Il modello europeo si caratterizza, a nostro avviso, proprio per il venir meno della natura sistematica – in quanto legata al regolare rifinanziamento del settore creditizio – di questo sostegno alla domanda di titoli pubblici: l'Eurosistema accetta come contropartita delle sue operazioni di mercato aperto una gamma di attività finanziarie che va molto al di là del perimetro dei titoli pubblici, e dunque disarticola il suo ruolo di prestatore di ultima istanza del settore finanziario privato dal suo compito storico di sostenere il processo di indebitamento pubblico.

Se nel modello *standard* i titoli pubblici erano associati ad un rischio di deprezzamento trascurabile, in ragione del sostegno che gli era accordato dall'autorità monetaria nell'assetto istituzionale vigente, la posizione del debito pubblico all'interno dei mercati finanziari muta profondamente con l'affermazione del modello europeo. Sappiamo che la domanda di una attività finanziaria dipende, fondamentalmente, dal rischio di deprezzamento che incorpora e dal rendimento che offre, ed è importante notare che l'impostazione teorica da noi adottata ci permette di considerare il rischio di deprezzamento non tanto come una qualità intrinseca di quella attività ma, piuttosto, come il riflesso della posizione che quel titolo assume all'interno del contesto istituzionale che governa i mercati finanziari in cui è contrattato. Sotto questo profilo, i titoli del debito pubblico rappresentavano, nel modello *standard*, attività dotate contemporaneamente di un rendimento positivo, pure se minimo, e di un livello di rischio praticamente nullo: quel particolare assetto istituzionale

costringeva l'autorità monetaria a sostenere regolarmente il corso dei titoli pubblici. Vincolando le operazioni di mercato aperto della banca centrale all'acquisto di titoli pubblici, il modello *standard* garantiva sistematici flussi di domanda a sostegno di quelle particolari attività finanziarie, tanto più intensi quanto maggiore era il ricorso del settore bancario al credito di ultima istanza, ossia proprio nei momenti di crisi di liquidità, quando le attività finanziarie sono vendute in massa sui mercati e dunque il loro prezzo tende a deprimersi.

Nel modello europeo, il sostegno dell'autorità monetaria al corso dei titoli pubblici perde qualsiasi automatismo, e deve essere praticato caso per caso. In un simile contesto, l'autorità monetaria deve declinare in forme dirette quel sostegno al processo di indebitamento pubblico che, nel modello *standard*, risultava indissolubilmente intrecciato ai rapporti tra settore creditizio e banca centrale. Questa configurazione della politica monetaria del debito pubblico consente all'Eurosistema di articolare interventi a sostegno del processo di indebitamento pubblico di singoli paesi dell'area euro, senza che ciò implichi un simultaneo sostegno alla generalità dei debiti pubblici europei; al contrario, laddove il sostegno dell'autorità monetaria al debito pubblico passasse sistematicamente per l'intermediazione del settore creditizio, come nelle logiche del modello *standard*, raggiungerebbe in maniera uniforme tutti i governi europei. All'interno del nostro quadro interpretativo, abbiamo infatti potuto ricondurre la convergenza al ribasso nei tassi di interesse sul debito pubblico dei paesi europei che si è verificata prima del 2008 ai residui del modello *standard* che ancora sopravvivevano nell'assetto istituzionale europeo, e che saranno abbattuti solo in seguito alla crisi di liquidità innescata dal fallimento della Lehman Brothers. All'interno del modello europeo, affermatosi proprio in coincidenza con l'ampliamento degli *spread* tra i titoli pubblici europei, l'*incipit* della crisi greca – ovvero lo specifico ampliamento del differenziale tra i rendimenti dei titoli pubblici tedeschi e greci – può essere interpretato come il risultato della discrezionalità della politica monetaria europea del debito

pubblico, che avrebbe accordato alla Germania quel sostegno al processo di indebitamento pubblico negato, invece, alla Grecia.

Abbiamo dunque mostrato che in Germania la banca centrale coordina il suo operato con il governo, ricorrendo ad una pratica operativa che le consente di contenere i costi dell'indebitamento pubblico: l'autorità monetaria tedesca fa coincidere le sue immissioni di liquidità nel settore creditizio con il collocamento dei titoli pubblici di nuova emissione, inducendo per questa via significativi flussi di domanda sui mercati finanziari che spingono al ribasso il tasso dell'interesse proprio mentre i titoli pubblici vengono offerti. In aggiunta, abbiamo rilevato che le aste dei titoli pubblici tedeschi di nuova emissione possono contare sulla partecipazione di un nutrito gruppo di investitori, composto da banche pubbliche ma anche da numerose banche private tedesche minori (le più esposte al debito pubblico del proprio paese), plausibilmente interessati alla difesa del corso di quelle particolari attività finanziarie, e dunque sempre disposti a sottoscrivere quei titoli a tassi contenuti. Questo condizionamento delle dinamiche di mercato, che abbiamo definito "interno" in opposizione all'influenza esercitata dall'autorità monetaria sul disegno istituzionale che governa quelle dinamiche, contribuisce a spiegare, nella nostra interpretazione, la tenuta dei titoli del debito pubblico tedesco negli anni della crisi. L'altra faccia della medaglia del contenimento dei tassi di interesse sul debito pubblico è, infatti, la stabilità del prezzo di quelle attività finanziarie, cosicché gli assetti istituzionali vigenti in Europa hanno conferito ai titoli pubblici tedeschi un rischio di deprezzamento nullo.

Dai medesimi assetti istituzionali scaturisce una diversa disposizione dell'autorità monetaria europea nei confronti del processo di indebitamento pubblico dei paesi periferici. Tramite la sua articolazione nazionale, la Banca di Grecia, l'Eurosistema ha infatti rinunciato a qualsiasi intervento diretto al contenimento del costo del debito pubblico greco, consentendo un iniziale ampliamento dello *spread* tra i titoli greci e tedeschi già nel 2008, quando le istituzioni creditizie hanno iniziato a liquidare in massa le attività finanziarie in

loro possesso. Tuttavia, perché il modello europeo venisse recepito come una istituzione, ossia perché i mercati finanziari associassero ai titoli pubblici greci il rischio di deprezzamento che era implicito nella nuova politica monetaria europea del debito pubblico, vi è stato bisogno di un segnale preciso da parte dell'autorità monetaria. La scelta di negare al processo di indebitamento pubblico l'appoggio incondizionato dell'autorità monetaria appare talmente radicale, rispetto ad un'esperienza storica di cui il modello *standard* non rappresentava che la più recente evoluzione, che l'autorità monetaria europea ha dovuto rendere palese l'assenza di un sostegno al corso dei titoli pubblici della periferia d'Europa. La nostra tesi è che un simile segnale, cha ha un significato tutto istituzionale perché svolge la funzione di affermare un nuovo assetto di relazioni tra governi nazionali, banca centrale e mercati finanziari, sia stato lanciato proprio a partire dalla Grecia.

Abbiamo mostrato che nel novembre 2009 la Banca di Grecia ha modificato le regole che governano il mercato dei titoli pubblici del paese, imponendovi un vero e proprio stato di eccezione che ha favorito, per sei mesi consecutivi, la speculazione al ribasso su quelle attività finanziarie che rappresentano, per così dire, il precipitato delle relazioni istituzionali tra governo ed autorità monetaria. Quel drastico incremento nei tassi di interesse sui titoli pubblici greci ha trasmesso ai mercati finanziari il rischio di deprezzamento associato ai titoli pubblici europei: dopo l'iniziale deprezzamento prodotto dalla speculazione sui titoli pubblici greci, infatti, è ragionevole ritenere che nessun investitore sia più stato disposto ad acquistare titoli pubblici europei senza coprirsi dall'eventuale rischio che una simile perdita di valore si ripeta. È bene osservare che questo rischio proviene, nella nostra interpretazione, dall'atteggiamento dell'autorità monetaria nei confronti dei singoli governi europei, ed è dunque un rischio di natura eminentemente istituzionale: per questa ragione, viene associato al rendimento del debito pubblico di alcuni paesi, detti periferici, ma non alla Germania, il cui processo di indebitamento pubblico si svolge, come abbiamo mostrato, sotto la custodia della banca centrale

nazionale. In altre parole, siamo giunti ad individuare nel modello europeo di politica monetaria il fattore che ha reso possibile la dinamica osservata nei tassi di interesse sul debito pubblico, ed abbiamo poi attribuito ad una precisa scelta di governo dei mercati monetari l'ampliamento degli *spread* che ha originato la crisi greca: facendo sperimentare ai titoli pubblici greci un marcato deprezzamento nell'arco di pochi mesi, l'autorità monetaria ha di fatto indotto gli operatori finanziari ad associare a quelle attività un rischio di deprezzamento significativo, e senz'altro maggiore di quello associato ai titoli pubblici tedeschi, che non hanno mai dimostrato alcuna flessione durante la crisi. Se accettiamo l'idea, suggerita dall'analisi classica, che il tasso di interesse sia una variabile distributiva determinata da circostanze storico-istituzionali, possiamo dunque spiegare lo *spread* tra i titoli pubblici greci e quelli tedeschi in funzione della diversa posizione che queste attività finanziarie hanno trovato nell'assetto istituzionale affermato in Europa dall'autorità monetaria, ovvero dalla diversa disposizione dimostrata dall'Eurosistema nel sostenere il processo di indebitamento pubblico dei singoli governi europei.

La presente ricerca ci ha quindi portato a studiare la logica che ha mosso la politica monetaria europea negli anni della crisi. Abbiamo così allargato lo sguardo oltre allo specifico modello di politica monetaria affermato dall'Eurosistema, fino al più vasto orizzonte evolutivo dell'assetto istituzionale europeo: prima che esplodesse la crisi, la Commissione Europea ha promosso, con il progetto Europa 2020, un significativo potenziamento dell'influenza delle autorità comunitarie sulle politiche economiche nazionali. Definendo un tessuto di regole capace di trasmettere precisi indirizzi di politica economica, che vanno dalla politica fiscale alla regolamentazione del mercato del lavoro, la Commissione ha incorporato nella sfera decisionale delle autorità europee tutti i campi fondamentali del governo dell'economia. Questa struttura di regole è stata disegnata con un livello di dettaglio tale da consentire un esatto monitoraggio del grado di adesione di ogni singolo paese agli orientamenti definiti dalla Commissione, creando così i presupposti per sviluppare una qualche

forma di controllo delle politiche nazionali disallineate rispetto agli indirizzi comunitari.

Alla luce della nostra analisi della crisi greca, e delle dinamiche che ne hanno accompagnato l'origine e l'evoluzione, riteniamo di poter affermare che la politica monetaria ha agito in Europa, negli anni della crisi, come dispositivo disciplinante delle politiche economiche nazionali rispetto alle regole definite dalla Commissione. Siamo giunti a questa conclusione dopo aver interpretato l'ampliamento degli *spread* come il risultato di un vero e proprio meccanismo istituzionale capace di indurre, a discrezione dell'autorità monetaria europea, instabilità finanziaria in singoli paesi dell'area euro: negando il sostegno al corso dei titoli pubblici di un paese, l'Eurosistema può infatti compromettere l'ordinato funzionamento di quel sistema economico. La massima espressione della natura disciplinante assunta dalla politica monetaria in Europa può essere rintracciata, a nostro avviso, nell'introduzione del cosiddetto principio di condizionalità, che a partire dal caso greco ha caratterizzato gli interventi dell'autorità monetaria in sostegno dei paesi colpiti da una crisi del debito pubblico. Subordinando il proprio sostegno all'adozione di specifiche misure di politica economica, indicate in un apposito Memorandum, l'autorità monetaria ha di fatto posto l'austerità fiscale e salariale come condizioni della stabilità finanziaria. Dal momento che quella stabilità può provenire solo dall'intervento della stessa autorità monetaria, il principio di condizionalità finisce per stabilire una esatta corrispondenza tra l'indisciplina nei confronti delle autorità europee e le crisi del debito pubblico che hanno destabilizzato la periferia d'Europa.

Alla luce di queste considerazioni, abbiamo analizzato i diversi meccanismi istituzionali introdotti, di volta in volta, con lo scopo dichiarato di fronteggiare la crisi: da un lato, le diverse evoluzioni del cosiddetto fondo salva stati che culminano nel Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM), e dall'altro le tecniche di intervento diretto dell'Eurosistema sui mercati secondari dei titoli pubblici, oggi definite Operazioni Monetarie Definitive (OMT). Nella nostra tesi, questi interventi non rappresentano altro che un continuo perfezionamento

degli strumenti necessari ad amministrare, con sempre maggiore precisione, il meccanismo di instabilità finanziaria, in modo tale da calibrare puntualmente il grado di pressione esercitato sui responsabili della politica economica nazionale, e tradurre sistematicamente quella instabilità all'interno del dispositivo disciplinante del sostegno condizionato fornito dal prestatore di ultima istanza. La possibilità di effettuare acquisti diretti di titoli pubblici sui mercati finanziari, di cui si è dotato l'Eurosistema con le OMT, consente all'autorità monetaria di gestire gli *spread* con precisione, commisurando i flussi di acquisti al livello di allineamento del paese rispetto alle direttive comunitarie; in presenza di un significativo disallineamento, l'instabilità finanziaria così generata costringe il paese indisciplinato a sottoscrivere un Memorandum in cui si impegna a tornare nel perimetro della politica economica definita dalla Commissione.

In conclusione, abbiamo interpretato la crisi greca come il caso esemplare di un complesso meccanismo di disciplina della politica economica che si è andato perfezionando, in Europea, proprio negli anni della crisi. Gli stessi fenomeni che hanno caratterizzato la disordinata evoluzione della crisi greca sono stati, progressivamente, resi sistematici da un disegno istituzionale capace di orientare il governo delle economie europee in funzione dei vincoli imposti dall'autorità monetaria al processo di indebitamento pubblico dei paesi dell'area euro. Infine, poiché la crisi greca si è risolta in una straordinaria redistribuzione del reddito dai salari ai profitti, possiamo individuare le forze che hanno mosso, nelle maniere illustrate, quella crisi nelle tensioni distributive che animano, secondo la teoria classica, il funzionamento delle economie capitalistiche.

È interessante notare come questo percorso di ricerca ci abbia condotto lontani dall'idea che la crisi greca sia stata indotta dalla caotica evoluzione di una delle variabili fondamentali di quella economia. Piuttosto, ci sembra di poter concludere che quella crisi è stata governata, fin dal suo *incipit*: generando una spirale nei tassi di interesse sul debito pubblico del paese, l'autorità monetaria è giunta ad esercitare una influenza dominante sul governo dell'economia greca, fino a ridisegnare gli equilibri storico-istituzionali che preludono alla distribuzione

del prodotto tra salari e profitti. Partiti da una concezione della crisi come "squilibrio", tipica dell'analisi tradizionale e diffusa nel pensiero corrente, siamo approdati ad una immagine radicalmente diversa, quella della crisi come momento di discontinuità nel governo dell'economia – riavvicinandoci così al significato originario della *krìsis* quale separazione, scelta, decisione.

Bibliografia

Alesina, A. e F. Giavazzi (2011), "C'è una sola via d'uscita", Corriere della Sera, 24 novembre.

Alexander, K., J. Eatweel, A. Persaud e R. Reoch (2009), *Clearing and Settlement in the EU*, European Parliament, Directorate General for Internal Policies.

Allen, W. A. e R. Moessner (2012), "The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis", *BIS Working Paper*, n. 390.

Alloway, T. (2010), "Take HDAT, Greek politicians", Financial Times, Alphaville Blog, May 20.

Arestis, P. e M. Sawyer (2009), "The intertemporal budget constraint and the sustainability of budget deficits", in *Current Thinking on Fiscal Policy* (a cura di J. Creel e M. Sawyer), pp. 95-111, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Arghyrou, M. G. e J. D. Tsoukalas (2010), "The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes", *CESifo Working Paper*, n. 3266.

Argitis, G. (2001), "Intra-capitalist conflicts, monetary policy and income distribution", *Review of Political Economy*, vol. 13, pp. 375-393.

Aspromourgos, T., D. Rees e G. White (2010), "Public debt sustainability and alternative theories of interest", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 34, pp. 433–447.

Balassone, F. e D. Franco (2000), "Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU", in *Fiscal Sustainability* (a cura di Banca d'Italia), pp. 21-60.

Bank for International Settlement (1999), *Implications of Repo Markets for Central Banks*, Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries, March.

Bank for International Settlement (2001), *Collateral in Wholesale Financial Markets: Recent Trends, Risk Management and Market Dynamics*, Report prepared by the Committee on the Global Financial System Working Group on Collateral, March.

Bank of Greece (2009-2011), *Annual Report*, varie annate.

Bank of Greece (2009a), *Monetary Policy Interim Report 2009*, November.

Bank of Greece (2009b), "Developments in the Greek government bond market", *Monthly report on the bond markets*, November.

Bank of Greece (2009c), "Developments in the Greek government bond market", *Monthly report on the bond markets*, December.

Bank of Greece (2010a), "Developments in the Greek government bond market", *Monthly report on the bond markets*, January.

Bank of Greece (2010b), *Financial Stability Report*, July.

Bank of Greece (2011), *Monetary Policy 2010-2011*, February.

Bank of Japan (2012), *Functions and Operations of the Bank of Japan*.

Barro, R. J. (1974), “Are government bond net wealth?”, *Journal of Political Economy*, vol. 82, n. 6, pp. 1095-1117.

Barro, R. J. (1976a), “Perceived Wealth in Bonds and Social Security and the Ricardian Equivalence Theorem: Reply to Feldstein and Buchanan”, *Journal of Political Economy*, vol. 84, n.2, pp. 343-350.

Barro, R. J. (1976b), “The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 8, n. 4, pp. 439-56.

Barro, R. J. (1979), “On the Determination of Public Debt”, *Journal of Political Economy*, vol. 87, n. 5, pp. 940-971.

Barro, R. J. (1989), “The Neoclassical Approach to Fiscal Policy”, in *Modern Business Cycle Theory* (a cura di R. Barro), Cambridge: Harvard University Press.

Bartolini, L. e C. Cottarelli (1994), “Government Ponzi games and the sustainability of public deficits under uncertainty”, *Ricerche Economiche*, vol. 48, pp. 1-22.

Bikhchandani, S. e C. Huang (1993), “The Economics of Treasury Securities Markets”, *Journal Of Economic Perspectives*, vol. 7, n. 3, pp. 117-134.

Bindseil, U. e F. Papadia (2006), “Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem”, *ECB Occasional Paper Series*, n. 49.

Blanchard, O. J. (1985), “Debt, Deficits, and Finite Horizons”, *Journal of Political Economy*, vol. 93, n. 2, pp. 223-247.

Blanchard, O. J. (1990), “Suggestions for a new set of fiscal indicators”, *OECD Department of Economics and Statistics Working Papers*, n. 79.

Blanchard, O. J., J. C. Chouraqui, R. P. Hageman e N. Sartor (1990), “The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question”, *OECD Economic Studies*, n. 15.

Blanchard, O. J., R. Dornbusch e W. H. Buiter (1987), “Public Debt and Fiscal Responsibility”, in *Dollars, Debts and Deficits* (a cura di R. Dornbusch), Leuven: Leuven University Press e Cambridge (Massachusetts): MIT Press.

Blanchard, O. J. e S. Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge (Massachusetts): MIT Press.

Bryant, R. C., N. C. Garganas e G. S. Tavlas, (2001), *Greece's Economic Performance and Prospects*, Washington D.C. e Athens: Brookings Institution e Bank of Greece.

Buchanan, J. M. (1976), “Barro on the Ricardian Equivalence Theorem”, J*ournal of Political Economy*, vol. 84, n. 2, pp. 337-342.

Bufacchi, I. (2011a), “Così i mercati lanciano un SOS”, Il Sole 24 Ore, 24 novembre.

Bufacchi, I. (2011b), “L’obbligo di «collocare tutto» spinge i tassi”, Il Sole 24 Ore, 26 novembre.

Buiter, W. H. (1985), “Measuring Fiscal Sustainability”, mimeo.

Buiter, W. H. (2003), “Fiscal Sustainability”, mimeo.

Buiter, W. H. (2011), “The Debt of Nations: Prospects for Debt Restructuring by Sovereigns and Banks in Advanced Economies”, *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, vol. 28, n. 3, pp. 18-24.

Buiter, W. H. (2012), “Is the Eurozone at Risk of turning into the Rouble Zone?”, *Citi Global Economics View*, February 22.

Buiter, W. H. e E. Rahbari (2010), “Greece and the fiscal crisis in the Eurozone”, *CEPR Policy Insight*, n. 51, October.

Buiter, W. H. e A. Sibert (2005), “How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and what to do about it)”, *CEPR Discussion Paper*, n. 5387, December.

Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur (2007), “Focus: Missing Costs and Supportin Secondary Market Liquidity in the German Government Bond Market”, *Investor Forum*, February.

Burnside, C. (2005), *Fiscal Sustainability in Theory and Practice*, Washington DC: The World Bank.

Burtless, G. (2001), “The Greek Labour Market”, in *Greece's Economic Performance and Prospects* (a cura di R. C. Bryant, N. C. Garganas e G. S. Tavlas), Washington D.C. e Athens: Brookings Institution e Bank of Greece.

Calcaterra, M. (2010), “Fallisce un'asta di bond portoghesi, spread alle stelle”, Il Sole 24 Ore, 4 febbraio.

Caparrini, R., V. Greco e N. Radicini (2007), *La Grecia contemporanea (1974-2006)*, Firenze: Edizioni Polistampa.

Chalk, N. e R. Hemming (2000), “Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice”, *IMF Working Paper*, n. 81.

Cheun, S., I. von Kőppen-Mertes e B. Weller (2009), “The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil”, *ECB Occasional Paper Series*, n. 107.

Ciampi, C. A. (1992), “Il credito di ultima istanza”, *Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa* (Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano), Quaderno n. 9.

Ciccone, R. (2002), *Debito pubblico, domanda aggregata e accumulazione*, Roma: Aracne Editrice.

Cour-Thimann, P. e B. Winkler (2013), “The ECB’s Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional and Financial Structure”, E*CB Working Paper Series*, n. 1528.

Culp, C. L. e J. B. Heaton (2008), “The Economics of Naked Short Selling”, *Regulation: AEI Journal on Government and Society*, Spring, pp. 46-51.

De Grauwe, P. (2009), “Greece: The start of a systemic crisis of the Eurozone?”, voxeu.org, December 15.

De Grauwe, P. (2011), “The Governance of a Fragile Eurozone”, *CEPS Working Document*, n. 346, May.

Deutsche Bundesbank (2011a), *Auction rules for the issue of Federal bonds, five-year Federal notes, Federal Treasury notes and Treasury discount paper*.

Deutsche Bundesbank (2011b), “Federal Bond Issue – Auction Result”, Press Release, November 23.

Diamond, P. A. (1965), “National debt in a neoclassical growth model”, *The American Economic Review*, vol. 55, pp. 1126–50.

Dobson, P. (2011), “German Auction ‘Disaster’ Stirs Crisis Concern”, Bloomberg, November 23.

Domar, E. D. (1944), “The ‘Burden of the Debt’ and the National Income”, *The American Economic Review*, vol. 34, n. 4, pp. 798-827

Draghi, M. (2013), “L’euro, la politica monetaria, le riforme”, discorso in occasione della cerimonia di conferimento della laurea *honoris causa* in Scienze Politiche, Università LUISS “Guido Carli”, Roma, 6 maggio, disponibile su www.ecb.int.

Escolano, J. (2010), “A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates”, *IMF Technical Notes and Manuals*, n. 2010/02.

European Central Bank (1999), “The operational framework of the Eurosystem: description and first Assessment”, *ECB Monthly Bulletin*, May, pp. 29-43.

European Central Bank (2000), *The Single Monetary Policy in Stage Three*, General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, November.

European Central Bank (2007), *Euro Money Market Study 2006*, February.

European Central Bank (2008), “Measures to further expand the collateral framework and enhance the provision of liquidity”, Press Release, October 15.

European Central Bank (2009), “Recent Developments In The Balance Sheets Of The Eurosystem, The Federal Reserve System And The Bank Of Japan”, *ECB Monthly Bulletin*, October, pp. 81-94.

European Central Bank (2010a), “Euro Repo Markets and the Financial Market Turmoil”, *ECB Monthly Bulletin*, February, pp. 67, 79.

European Central Bank (2010b), “Measures to preserve collateral availability”, Press Release, May 3.

European Central Bank (2010c), “The ECB’s Response To The Financial Crisis”, *ECB Monthly Bulletin*, October, pp. 59-74.

European Central Bank (2011a), “The Reform of Economic Governance in the Euro Area – Essential Elements”, *ECB Monthly Bulletin*, March, pp. 99-119.

European Central Bank (2011b), *The Monetary Policy of the ECB 2011*.

European Central Bank (2011c), “The European Stability Mechanism”, *ECB Monthly Bulletin*, July, pp. 71-84.

European Central Bank (2012a), “Analysing Government Debt Sustainability In The Euro Area”, *ECB Monthly Bulletin*, April, pp. 55-69.

European Central Bank (2012b), “Technical features of Outright Moneatry Transactions”, Press Release, September 6.

European Central Bank (2012c), “Measures to preserve collateral availability”, Press Release, September 6.

European Central Bank (2012d), *Euro Money Market Study,* December.

European Central Bank (2013a), “Bilancio della Banca centrale europea per l’esercizio terminato il 31 dicembre 2012”, Comunicato Stampa, 21 febbraio.

European Central Bank (2013b), “Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme”, Press Release, February 21.

European Commission (1990), “One Market, one money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union”, *European Economy*, n. 44.

European Commission (2008), “EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union”, Commission Communication, May 7.

European Commission (2009), “Sustainability Report”, *European Economy*, n.9.

European Commission (2010a), “The Economic Adjustment Programme for Greece”, *European Economy Occasional Papers*, n. 61.

European Commission (2010b), “Mastering Economic Interdependence: Commission Proposes Reinforced Economic Governance in the EU”, Press Release, May 12.

European Commission (2010c), “Proposal On Enforcement Measures to Correct Excessive Macroeconomic Imbalances in the Euro Area”, Commission Communication, September 29.

European Commission (2010d), “Reinforcing economic policy coordination”, Commission Communication, May 12.

European Commission (2011), “Public Finances in EMU – 2011”, *European Economy*, n. 3.

European Commission (2012), “Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances”, *European Economy Occasional Papers*, N. 92.

European Council (2012), Treaty establishing the European Stability Mechanism Factsheet, February 2.

European Union (2010a), “Statement on the support to Greece by Euro area Members States”, MEMO/10/123, April 11.

European Union (2010b), “Economic Governance Package (2): Preventing and Correcting Macroeconomic Imbalances”, MEMO/10/454, September 29.

European Union (2011), “Country-Specific Recommendations in the Context of the European Semester: Frequently Asked Questions”, MEMO/11/382, June 7.

Evans, R. B., C. C. Geczy e A. V. Reed (2009), “Failure Is An Option: Impediments to Short Selling and Options Prices”, *Review of Financial Studies*, vol. 22, n. 5, pp. 1955-1980.

Fawley, B. W. e C. J. Neely (2013), “Four Stories of Quantitative Easing”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 95, n. 1, pp. 51-88.

Featherstone, K. (2011), “The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime”, *Journal of Common Market Studies*, vol. 49, n. 2, pp. 193-217.

Federal Reserve Act (1913), Public Law 63-42.

Feldstein, M. (1976), “Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A Comment”, *Journal of Political Economy*, vol. 84, n. 2, pp. 331-336.

Feldstein, M. (2010), “Let Greece take a holiday from the Eurozone”, Financial Times, February 17.

Fiscal Compact (2012), Trattato sulla Stabilità, sul Coordinamento e sulla Governance dell’Unione Economica e Monetaria, 2 marzo.

Fleming, M. J. e K. D. Garbade (2005), “Explaining Settlement Fails”, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 11, n. 9.

Fubini, F. (2011), “I Bund «salvati» dalla Bundesbank quando l’Europa perde la bussola”, Corriere della Sera, 24 novembre.

Gabor, D. (2010), “The ECB and the Eurozone debt crisis”, mimeo.

Gabor, D. (2012), “The power of collateral: The ECB and geographies of bank funding”, mimeo.

Gabrieli, S. (2009), “The functioning of the European interbank market during the 2007-08 financial crisis”, *CEIS Research Paper Series*, vol. 7, Issue 7, n. 158.

Garegnani, P. (1981), *Marx e gli economisti classici*, Torino: Einaudi.

Gianmarioli, N., C. Nickel, P. Rother e J. P. Vidal (2007), “Assessing Fiscal Soundness, Theory and Practice”, *ECB Occasional Paper Series*, n. 56.

Gongloff, M. (2011), “Germany’s Bond-Auction Fail: Here’s What It Means”, Wall Street Journal, Market Beat Blog, November 23.

Gros, D. (2010), “Adjustment Difficulties in the GIPSY Club”, *CEPS Working Document*, n. 326.

Gros, D., C. Alcidi e A. Giovanni (2012), “Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB”, *CEPS Policy Brief*, n. 276.

Gros, D. e T. Mayer (2011), “What to do when the euro crisis reaches the core?”, *CEPS Commentary*, August 11.

Hammond, J. (2011), “Fiscal Sustainability ‘Denial’ Cannot Continue Forever, Says Willem Buiter”, CFA Institute News, May11.

Hein, E. (2006), “Money, interest and capital accumulation in Karl Marx’s economics: a monetary interpretation and some similarities to post-Keynesian approaches”, *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 13, n. 1, pp. 113-140.

Hope, K. (2010), “Greek central bank faces short selling claims”, Financial Times, May 19.

Hughes, J. (2010), “Strong demand for short-term Greek debt”, Financial Times, April 13.

International Capital Market Association (2010a), *European Repo Market Survey*, n. 18, March.

International Capital Market Association (2010b), *A white paper on the operation of the European repo market, the role of short-selling, the problem of settlement failures and the need for reform of the market infrastructure*, European Repo Council, July.

International Capital Market Association (2010c), *European Repo Market Survey*, n. 19, September.

International Monetary Fund (2011a), "Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, Rephasing and Request for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria", *IMF Country Report*, n. 11/351.

International Monetary Fund (2011b), *Fiscal Monitor*, April.

International Monetary Fund (2011c), *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*, August.

International Monetary Fund (2012), *Fiscal Monitor*, April.

Kaminska, I. (2010), "Frozen in the Greek repo market", Financial Times, Alphaville Blog, July 19.

Katsimi, M. e T. Moutos (2010), "EMU and the Greek crisis: The political-economy perspective", *European Journal of Political Economy*, vol. 26, pp. 568-576.

Kelton, S. (2011), "Limitations of the Government Budget Constraint: Users vs. Issuers of the Currency", *Panoeconomicus,* vol. 1, pp. 57-66.

Kouretas, G. P. e P. Vlamis (2010), "The Greek Crisis: Causes and Implications", *Panoeconomicus*, vol. 4, pp. 391-404.

Lapavitsas, C., A. Kaltenbrunner, D. Lindo, J. Michell, J. P. Painceira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors e N. Teles (2010), "Eurozone crisis: Beggar Thyself and Thy Neighbour", *Research on Money and Finance Occasional Report*, March.

Lapavitsas, C., A. Kaltenbrunner, G. Lambrinidis, D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J.P. Painceira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors e N. Teles (2010), "The Eurozone Between Austerity and Default", *Research on Money and Finance Occasional Report*, September.

Lapavitsas, C., A. Kaltenbrunner, D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J.P. Painceira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors, N. Teles e L. Vatikiotis (2011), "Breaking Up? A Route Out of the Eurozone Crisis", *Research on Money and Finance Occasional Report*, November.

Lavoie, M. (2013), "The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique", *Journal of Economic Issues*, vol. 47, n. 1, pp. 1-32.

Ley, E. (2010), *Fiscal (and External) Sustainability*, Washington: The World Bank.

Louri, H. e Minoglou I. P. (2002), "A hesitant evolution: industrialisation and de-industrialisation in Greece in the long run", *MPRA Paper*, n. 29275.

Marinelli, M. L. (2011), "L'indipendenza della Banca d'Italia dal Governo negli anni Ottanta: cause interne e internazionali", *Studi e Note di Economia*, Anno XVI, n. 2, pp. 133-170.

Marx, K. ([1894] 1970), *Il capitale*, libro III, Roma: Editori Riuniti, 1970.

Memorandum of Economic and Financial Policies (2010), Greece: MEFP and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality, May 3.

Memorandum of Economic and Financial Policies (2012), Greece: MEFP and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality, March 11.

Merler, S. e J. Pisani-Ferry (2012), “Who’s Afraid of Sovereign Bonds?”, *Bruegel Policy Contribution*, vol. 2.

Ministry of Finance, Hellenic Republic (2010a), Letter from the Ministry of Finance to the Eurogroup, to the European Commission and to the European Central Bank, April 23.

Ministry of Finance, Hellenic Republic (2010b), *Operating Rules of the Primary Dealers System*, Joint decision of the Minister of Finance of the Hellenic Republic and the Governor of the Bank of Greece.

Ministry of Finance, Hellenic Republic (2010c), Loan Facility Agreement, May 8.

Ministry of Finance, Hellenic Republic (2012), “Private Sector Involvement”, Press Release, March 9.

Nersisyan, Y. e L. R. Wray (2010a), “Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time is Different, by Reinhart and Rogoff”, *Levy Economic Institue Working Paper*, n. 603.

Nersisyan, Y. e L. R. Wray (2010b), “Deficit Hysteria Redux? Why We Should Stop Worrying About U.S. Government Deficits”, *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, n. 111.

Onaran, O. (2010), “Fiscal Crisis in Europe or a Crisis of Distribution?”, *PERI Working Paper Series*, n. 226.

Ordine, M. e A. Scalia (1997), “Il comportamento strategico degli specialisti in titoli di stato”, *Studi e Note di Economia*, vol. 3.

Pagani, L. (2011), “Fun with Bunds”, The Economist, Free Exchange Blog, November 23.

Pagano, M. (2010), “Crisi fiscale, contagio e futuro dell’euro”, lavoce.info, 9 maggio.

Panico, C. (1983), *Politiche monetarie, prezzi e distribuzione*, Napoli: Liguori.

Panico, C. (1988), *Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution*, London: Macmillan.

Panico, C. e F. Purificato (2013), “Policy coordination, conflicting national interest and the European debt crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 37, n. 3, pp. 585–608.

Papadimitriou, D. B., L. R. Wray e Y. Nersisyan (2010), “Endgame for the Euro? Without Major Restructuring, the Eurozone is Doomed”, *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, n. 113.

Papandreou, G. A. (2012), Letter to the head of the IMF, the EC and the ECB, www.papandreou.gr, February 15.

Papandreou, V. (2010a), Interrogazione Parlamentare al Ministro delle Finanze, N. 10403/624, www.vpapandreou.gr (in greco), 19 maggio.

Papandreou, V. (2010b), Comunicato Stampa del 21 maggio, www.vpapandreou.gr (in greco).

Papandreou, V. (2010c), Interrogazione Parlamentare al Ministro delle Finanze, N. 13017/764, www.vpapandreou.gr (in greco), 13 luglio.

Pasinetti, L. (1998), “The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht ‘parameter’”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, n. 1, pp. 103-116.

Patto Euro Plus (2011), Patto per l'Euro: un Coordinamento più Stretto delle Politiche Economiche per la Competitività e la Convergenza, Brussels, 11 marzo.

Pivetti, M. (1985), "On the Monetary Explanation of Distribution", *Political Economy*, vol. 1, n. 2, pp. 73-103.

Pivetti, M. (1991), *An Essay on Money and Distribution*, London: Macmillan.

Quadrio Curzio, A., (2011), "Nessuno è immune al contagio", Il Messaggero, 24 novembre.

Rapporto Radcliffe, ([1959] 1962), *Rapporto sul funzionamento del sistema monetario inglese*, versione italiana pubblica da Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Collana Internazionale di Saggi Monetari, Creditizi e Bancari, Milano: Antonio Giuffrè Editore, 1962.

Reuters (2013), "Greek Bonds Profits Promise Funds For Athens", www.reuters.com, February 21.

Roubini, N. (2001), "Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent", mimeo.

Roubini, N. (2010), "Teaching PIIGS to fly", www.projectsyndacate.org, February 15.

Sakellaropoulos, S. (2010), "The Recent Economic Crisis in Greece and the Strategy of Capital", *Journal of Modern Greek Studies*, vol. 28, n. 2, pp. 321-348.

Samaras, A. C. (2012), Letter to the President of Eurogroup, ec.europa.eu, February 15.

Samuelson, P. A. (1958), “An exact consumption loan model of interest, with or without the social contrivance of money”, *Journal of Political Economy*, vol. 66, pp. 467–82.

Sklias, P. e G. Galatsidas (2010), “The Political Economy of the Greek Crisis: Roots, Causes and Perspectives for Sustainable Development”, *Middle Eastern Finance and Economics*, vol. 7.

Solow, R. M. (1956), “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, n. 1, pp. 65-94.

Spaventa, L. (1987), “The growth of public debt: sustainability, fiscal rules, and monetary rules”, *IMF Staff Papers*, vol. 34, n. 2, pp. 374-399.

Sraffa, P. (1960), *Produzione di merci a mezzo di merci*, Torino: Einaudi.

Tabellini, G. (2011), “Il Re è nudo”, Il Sole 24 Ore, 24 novembre.

Tcherneva, P. R. (2007), “Chartalism and the tax-driven approach to money”, in *Handbook of Alternative Monetary Economics* (a cura di P. Arestis e M. C Sawyer), Cheltenham e Northampton: Edward Elgar.

Trattato di Maastricht ([1992] 2002), Versione consolidata del Trattato che Istituisce la Comunità Europea, Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee, C 325/33, 24 dicembre 2002.

Ullrich, K. (2006), “Market Discipline and the Use of Government Bonds as Collateral in the EMU”, *ZEW Discussion Papers*, n. 06-046.

Velculescu, D. (2010), “Some Uncomfortable Arithmetic Regarding Europe’s Public Finances”, *IMF Working Paper*, n. 10/177.

Vianello, F. ([2005] 2013), “La Moneta Unica Europea”, *Economia & Lavoro,* n. 1, pp. 17-46.

Fonti statistiche

AMECO, European Commission: www.ec.europa.eu/economy_finance

Bank of Greece: www.bankofgreece.gr

Deutsche Bundesbank: www.bundesbank.de

EFSF (European Financial Stability Facility): www.efsf.europa.eu

ELSTAT (Hellenic Statistical Authority): www.statistics.gr

European Central Bank: www.ecb.int

Eurostat: www.ec.europa.eu/eurostat

Federal Reserve System: www.federalreserve.com

ILO: www.ilo.org/global/statistics-and-databases

Ministry of Finance, Hellenic Republic: www.minfin.gr

OECD: www.stats.oecd.org