

**Intervento di Mario Draghi, Presidente della BCE
alla Giornata in ricordo di Federico Caffè organizzata dalla Facoltà di Economia e il
Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università La Sapienza,
Roma, 24 Maggio 2012**

Considerazioni introduttive

Un maestro, dice Eco, " *insegna che ciascuno deve diventare qualcosa di personale e di diverso*". ^[1] Il Professor Federico Caffè, pur con una visione coerente e radicate convinzioni, fu un maestro. Ai suoi allievi ha insegnato a pensare con la propria testa, non ha trasmesso un credo vincolante. Ha aiutato i suoi studenti – scienziati dell'economia, pensatori, servitori dello Stato e delle Istituzioni, cittadini consapevoli – a scoprire se stessi.

Partirò dal tema senza dubbio più caro a Caffè, quello del *welfare*. Nulla probabilmente nel suo patrimonio di idee è più attuale di questa sua dolente protesta. Non si può, diceva, " *accettare l'idea che una intera generazione di giovani debba considerare di essere nata in anni sbagliati e debba subire come fatto ineluttabile il suo stato di precarietà occupazionale*." ^[2]

Il lavoro: una questione europea

" *Il pieno impiego non è soltanto un mezzo per accrescere la produzione ..., è un fine in sé, poiché porta al superamento dell'atteggiamento servile di chi stenta a procurarsi un'opportunità di lavoro o ha il continuo timore di esserne privato. In altri termini, i vantaggi di una situazione di pieno impiego vanno considerati anche e soprattutto sul piano della dignità umana*." Queste parole di Caffè non sorprendono chi lo ha conosciuto e chi ne ha letto le opere. Esprimono un'ispirazione fondamentale della sua vita, professionale e civile: è un dovere della politica economica agire affinché l'economia possa avvicinarsi quanto più possibile alla piena occupazione.

Pochi anni dopo, nel 1975, precisava: " *L'obiettivo della dignità del lavoro per tutti non è peraltro compatibile né con situazioni di privilegio, divenute oggi esplosive, né con l'eccessivo garantismo sindacale e previdenziale, che si traduce in un inaridimento delle occasioni di lavoro*". La questione che qui Caffè solleva è l'equità. La ritroviamo oggi: la crisi internazionale ha colpito tutti, ma i giovani in modo particolare.

Nell'UE, tra il 2007 e il 2011 il tasso di disoccupazione è aumentato di 5,8 punti percentuali nella classe di età 15-24, di 3,5 punti nella classe 25-34 e di 1,8 punti nella classe 35-64. Qualitativamente il profilo è simile quasi ovunque; l'eccezione significativa è la Germania, dove il tasso di disoccupazione fra i giovani tra i 15 e i 24 anni nel primo trimestre del 2012 era dell'8 per cento; in Italia era del 34,2 per cento, in Spagna del 50,7 per cento e nell'area dell'euro in media del 21,9 per cento. Questi andamenti riflettono una questione di fondo: confermano la particolare vulnerabilità di questa componente essenziale delle nostre forze di lavoro. La iniqua distribuzione del peso della flessibilità solo sui giovani, una eterna flessibilità senza speranza di stabilizzazione, porta tra l'altro le imprese a non investire nei giovani il cui capitale umano spesso si deteriora in impieghi di scarso valore aggiunto. Il sottoutilizzo delle risorse dei giovani riduce in vari modi la crescita: abbassa la probabilità di nascita di nuove imprese, mediamente più innovative delle altre, determina a lungo andare il decadimento del capitale umano, frenando l'assimilazione del progresso tecnico e l'efficienza dei processi di produzione. Oltre a ferire l'equità, costituisce uno spreco che non possiamo permetterci.

Credo sia imperativo chiedersi in che misura la politica economica condotta nei vari paesi membri abbia fatto il suo dovere nel senso voluto da Caffè.

Il progresso sociale è uno degli obiettivi di fondo del processo di integrazione europea: " *L'Unione si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale ... L'Unione combatte l'esclusione sociale e le discriminazioni e promuove la giustizia e la protezione sociali, la parità*

tra donne e uomini, la solidarietà tra le generazioni e la tutela dei diritti del minore" (Costituzione europea, Art. 1-3). Il welfare non è solo un rimedio al fallimento dei mercati assicurativi, ma anche uno strumento per promuovere in sé l'inclusione, la solidarietà, l'equità.

Nel trentennio che segue la fine della guerra (il cosiddetto "Golden Age"), caratterizzato soprattutto in Europa da elevati tassi di crescita, dall'utilizzo di tecnologie standardizzate avanzate, da occupazione in forte crescita, da rapporti di lavoro stabili nell'arco della vita, il welfare è venuto configurandosi, con tempi e intensità diversi a seconda dei paesi, come un sistema integrato che protegge i cittadini dai principali rischi.

Il modello europeo redistribuisce molte più risorse a fini sociali rispetto ai sistemi statunitensi e giapponesi: alla vigilia della crisi la somma delle spese per le pensioni, per il sostegno ai disoccupati, per l'infanzia e le famiglie era, in rapporto al PIL, più che doppia rispetto a questi ultimi. Esso si declina variamente al suo interno quanto a composizione delle politiche sociali e grado di protezione del lavoro. In Italia, a fronte di un'incidenza della spesa sociale complessiva sul PIL in linea con quella europea, quella di sostegno ai disoccupati alle famiglie, in particolare quelle a rischio di povertà, si colloca su livelli pari a meno della metà rispetto a quelli europei, mentre la spesa pensionistica è su valori nettamente superiori. La debolezza degli ammortizzatori sociali si accompagna con una protezione relativamente elevata del posto di lavoro, al costo di una protezione più labile del lavoratore e della persona, contrariamente a quanto avviene nei modelli nordici dove la cosiddetta *flexsecurity* associa una estesa rete di sicurezza sociale a minori tutele del posto di lavoro.

In alcuni paesi la riflessione se, a 40 anni di distanza, i presupposti di quel modello siano ancora validi, è iniziata da tempo.

Fattori strutturali hanno modificato il contesto entro cui opera il modello sociale europeo: la concorrenza crescente dei paesi emergenti, la riorganizzazione dei processi produttivi su base globale, la rapidità dell'innovazione, la crescente frammentarietà dei percorsi lavorativi sempre meno legati al riferimento di un "posto fisso", la maggiore instabilità dei nuclei familiari, l'abbassamento della fertilità, la flessione prospettica delle forze di lavoro, l'invecchiamento della popolazione. La configurazione dei rischi affrontati dagli individui nel corso della loro vita è mutata significativamente.

I sistemi di protezione sociale sono perciò in continua evoluzione; correzioni rilevanti hanno avuto luogo negli ultimi anni in non pochi paesi, fra cui la Francia, il Regno Unito e la Germania, paese in cui il processo di riforma è iniziato da un decennio. In Italia, la recente riforma pensionistica che sancisce il passaggio integrale al sistema contributivo completa la necessaria correzione della dinamica della spesa previdenziale avviata anni fa. Il caso tedesco dimostra assai bene che estesi ed efficaci sistemi di welfare possono essere resi più efficienti senza comprometterne le finalità sociali.

Viviamo un momento cruciale nella storia dell'Unione. La crisi dei debiti sovrani ha svelato serie debolezze della sua costruzione istituzionale; in questo contesto, le difficoltà a trovare soluzioni condivise hanno inciso negativamente sulle valutazioni dei mercati. Le misure straordinarie varate dalla BCE ci hanno fatto guadagnare tempo, preservando la funzionalità della politica monetaria.

Ma siamo ormai giunti a un punto in cui il processo di integrazione europea per sopravvivere ha bisogno di un coraggioso salto di immaginazione politica. È in questo senso che ho richiamato la necessità di un " *growth compact*" accanto al ben noto " *fiscal compact*".

Esso poggia su tre pilastri e il più importante, proprio dal punto di vista strutturale, è quello politico: la crisi economica e finanziaria ha messo in discussione la convinzione miope che un'unione monetaria potesse rimanere solo tale, senza evolversi verso qualcosa di più stretto, più vincolante dove la sovranità nazionale sulla politica economica fa posto alla decisione comunitaria. Occorre che i governi dei paesi membri dell'euro definiscano in modo congiunto e

irreversibile la loro visione di quale sarà la costruzione politica ed economica che sorregge la moneta unica e quali debbano essere le condizioni che vanno soddisfatte perché si possa insieme arrivare a tale meta. Questa è la risposta più efficace alla domanda che si leva da ogni parte: "cosa sarà dell'euro tra dieci anni?".

Il secondo pilastro è quello delle riforme strutturali specialmente, ma non solo, nel mercato dei prodotti e del lavoro. Il completamento del mercato unico, il rafforzamento della concorrenza sono cruciali per la crescita, per l'aumento dell'occupazione. Riforme del mercato del lavoro che sappiano coniugare flessibilità e mobilità, con l'equità, e con l'inclusione sociale sono essenziali.

Crescita ed equità sono strettamente connesse: senza crescita, lo dicono anche gli eventi di questi mesi, prendono forza le tentazioni a rinchiudersi nel proprio particolare, la solidarietà scema. Senza equità, l'economia si frantuma in una moltitudine di gruppi di interesse, il bene comune non riesce a emergere come risultato dell'interazione sociale ed economica, con effetti negativi sulle capacità di crescita. La recente storia italiana non manca di esempi in questo senso.

Queste riforme sono da tempo indispensabili in un'economia mondiale ben diversa da quella che vide nascere gli istituti in vigore ancora oggi. Nella costruzione politica che emergerà dalla crisi è probabile e auspicabile che per queste riforme sia introdotto un sistema di regole europee simili a quello in vigore per il *fiscal compact*, una disciplina che porti col tempo all'armonizzazione europea di obiettivi e strumenti.

Il terzo pilastro è costituito dal rilancio degli investimenti pubblici: il ricorso alle risorse pubbliche per sospingere gli investimenti infrastrutturali e in capitale umano, in ricerca e innovazione a livello europeo e nazionale (vanno in questo senso le proposte di rafforzamento della BEI e di riprogrammazione dei fondi strutturali dell'Unione a favore delle aree in ritardo di sviluppo).

In tal modo un patto per la crescita si affianca al *fiscal compact*, perché non può esserci crescita sostenibile senza finanze pubbliche in ordine. A questo proposito ho rilevato in altre occasioni lo straordinario progresso compiuto da tutti i governi dell'euro sul fronte del consolidamento fiscale; ma, superata l'emergenza, occorre che questo si riqualifichi con una diminuzione della spesa corrente e del prelievo fiscale.

Vorrei ora affrontare alcuni temi attinenti più direttamente alla politica monetaria e all'azione della BCE.

Obiettivi e strumenti di politica monetaria

- Il primo tema investe il rapporto tra obiettivi e strumenti di politica economica all'interno di un modello macroeconomico di riferimento che muta nel tempo. Per Caffè, uno dei primi studiosi di Frisch e Timbergen, l'assegnazione ottimale di strumenti e obiettivi avveniva nel modello di riferimento prevalente negli anni Settanta in cui l'obiettivo della politica economica era il massimo impiego delle risorse disponibili, in particolare il pieno impiego del lavoro. Nel perseguimento di tale intento, la politica monetaria era subordinata alla politica fiscale, con un ruolo ancillare della banca centrale rispetto al Tesoro nel suo raggiungimento. Il macro-modello di riferimento era fondato su un meccanismo statico di elaborazione delle aspettative, che si formavano per estrapolazione sul futuro delle osservazioni raccolte nel passato. Questo meccanismo amplificava l'effetto immediato della spesa pubblica sulla domanda aggregata. Alla politica monetaria – responsabile delle condizioni del credito – veniva affidato il compito di alleviare, attraverso una scrupolosa politica di accomodamento, l'impatto che l'indebitamento pubblico avrebbe esercitato sul costo del debito privato. La banca centrale finanziava il Tesoro creando moneta. In queste condizioni, un aumento della spesa pubblica poteva "aggiungere domanda" – ove questa fosse carente rispetto all'obiettivo di piena occupazione – senza sottrarre risorse ad impieghi alternativi.

- Da allora, la teoria della politica economica ha seguito due direttrici di sviluppo che l'hanno condotta a invertire il rango delle potenzialità relative tra strumenti, e ad arricchire la definizione e la misurazione dell'obiettivo.
- Per quel che concerne gli strumenti, una diversa teoria della formazione delle aspettative – non più estrapolative – ha posto l'accento sul forte impatto della politica monetaria e ha depotenziato gli effetti attesi della politica fiscale. Nei modelli che oggi utilizziamo gli agenti, nel formulare le proprie aspettative, sono attenti alle condizioni di sostenibilità delle scelte nel lungo termine. Politiche economiche giudicate insostenibili nel lungo andare, sono inefficaci. Ad esempio, una politica fiscale attiva finanziata in deficit trova i suoi limiti nei timori riguardo alla capacità del governo di rifinanziare il debito cui essa dà origine. Tali timori possono indurre comportamenti nel settore privato che indeboliscono – o, al limite, neutralizzano del tutto – l'impatto dell'intervento sulla spesa pubblica quale strumento di controllo della domanda. La politica monetaria, per contro, ne risulta rafforzata. Agendo attraverso il canale delle aspettative, essa può esercitare un durevole effetto sui flussi attesi di reddito finanziario. Incidendo sul tasso reale di sconto intertemporale, essa può influire in maniera profonda sulle decisioni di risparmio e consumo.
- La definizione dell'obiettivo, è oggi più ampia. La stabilità dei prezzi è divenuta un parametro indispensabile nella definizione e nella misurazione stessa del benessere. Da condizione permissiva, e tutto sommato secondaria, un'inflazione bassa e prevedibile è ora criterio preminente di *performance* economica. Perché? Un'elevata inflazione colpisce il risparmio – e dunque l'investimento e il consumo futuro – con una tassa sui rendimenti reali che remunera il rischio per l'incertezza dell'inflazione. Una bassa inflazione, invece, libera risorse che le scelte individuali possono destinare all'accrescimento del capitale fisso. Una politica disattenta all'inflazione destabilizza gradualmente l'economia. I costi dell'incertezza del valore della moneta sono dapprima trascurabili, poi trascurati, quindi divengono evidenti, infine sono giudicati intollerabili. A quel punto, gli elettori esprimono una forte preferenza per politiche che promettono rapida disinflazione. Ma tali politiche impongono costi elevati, in termini di mancata occupazione, che devono entrare nel computo dinamico dei costi dell'inflazione. Inoltre, non va dimenticato che l'inflazione colpisce i poveri più che i ricchi ed è quindi una tassa sui più deboli.
- Sotto l'influenza della sintesi neo-classica di Samuelson e Solow la correlazione di lungo periodo fra inflazione e crescita era percepita come positiva all'inizio degli anni Settanta: un aumento frazionale dell'inflazione avrebbe condotto – entro certi limiti – a un aumento dell'occupazione e della crescita. ^[3] Ma già alla fine di quel decennio, gli studi di Bob Lucas e Tom Sargent avrebbero dimostrato che nel lungo periodo inflazione e crescita non sono correlate. ^[4] La politica monetaria, molto efficace nel breve periodo, influenza solo l'inflazione nel medio e lungo termine. È, in altre parole, neutrale.
- Oggi, nuovi modelli e tecniche computazionali avanzate permettono di simulare gli effetti dell'inflazione sugli incentivi al risparmio e al lavoro, sulla formazione del capitale fisico, e dunque sulle prospettive di crescita. La correlazione è diventata negativa: più inflazione riduce crescita e occupazione. Per esempio, modelli vettoriali autoregressivi a parametri variabili permettono di individuare un intervallo di valori che quantificano il costo in termini di mancata crescita per ogni due punti percentuali di incremento dell'inflazione di stato stazionario. Tale costo è compreso fra 3 e 5 punti percentuali di minor crescita su un intervallo di dieci anni.
- Per concludere, la politica monetaria è uno strumento potente. Se usata a fini impropri, può condurre a danni permanenti. Può divenire invece un efficace fattore di stabilizzazione e contribuire al benessere collettivo in maniera indipendente e attiva. Condizione irrinunciabile a che ciò avvenga è un incardinamento delle decisioni di politica monetaria all'interno di una strategia sistematica e prevedibile, fondata sulla stabilità dei prezzi, che informi le aspettative e – e questa è forse la differenza pratica più importante con quanto si studiava all'inizio degli anni Settanta – non sorprenda l'economia, ma la guidi.

La strategia di politica monetaria della Bce

La strategia di politica monetaria della Bce si fonda sulla nuova teoria degli strumenti che ho tentato di tratteggiare, e recepisce l'arricchimento della teoria degli obiettivi, che pone

l'accento sui contributi della stabilità dei prezzi al "benessere generale ". Inoltre, essa dà continuità ad una tradizione monetaria europea continentale che ha assicurato crescita senza inflazione per più di sessanta anni.

La strategia poggia sull'obiettivo del " *mantenimento della stabilità dei prezzi*" che il Trattato ha affidato alla banca centrale e sulla definizione quantitativa che il Consiglio Direttivo ne ha dato successivamente. Gli studi cui ho fatto riferimento hanno permesso di definire un intervallo entro cui l'inflazione non è più un fattore distorsivo delle scelte economiche. La Bce persegue, quale obiettivo di stabilità monetaria nel medio periodo, un tasso di inflazione al di sotto ma vicino al 2 per cento, che definisce il tetto massimo di questo intervallo.

- Il modello macro-economico su cui poggia la strategia di politica monetaria della Bce è intriso della macroeconomia contemporanea, fondata sull'ottimizzazione dinamica e sulla centralità delle aspettative *forward-looking*, cioè "che guardano avanti".^[5] Allo stesso tempo, esso è più ampio e articolato e corregge le semplificazioni del paradigma neo-Keynesiano *pre-crisi* con le sue prescrizioni normative in tema di politica monetaria ottimale.
- Punto debole di tale paradigma era ed è la sua incapacità di riconoscere l'importanza delle frizioni finanziarie e il ruolo del credito e della moneta. Questo ha a che fare con la fragilità dei fondamenti teorici che formalizzano il legame fra economia reale, squilibri finanziari e livello di fiducia. Ignorare la moneta equivale ad assumere assenza di rischio e di incertezza. Senza rischio, avrebbe sottolineato Keynes, non ci sarebbe moneta. La preferenza per la liquidità non si giustifica in un'economia priva di incertezza. Ma il modello neo-Keynesiano esclude l'eventualità di *default*. In esso, non esiste rischio nel settore finanziario che non possa essere assicurato e dunque rimosso nei suoi effetti sull'economia reale.
- La crisi finanziaria ha chiaramente messo in evidenza i punti deboli di tale impianto. La teoria macroeconomica ha iniziato a riflettere sull'impianto neo keynesiano e questi studi costituiscono oggi una delle aree di analisi più vivaci. Questi studi – almeno ai loro primi risultati, confermano la lungimiranza di alcune scelte strategiche della Bce. Liquidità, moneta, credito sono da sempre – dal 1998, quando la Bce ricevette il proprio mandato dai fondatori dell'unione monetaria – grandezze portanti del modello di riferimento della Bce e della sua strategia. L'analisi monetaria richiede un costante monitoraggio degli attivi e dei passivi delle banche, in quanto sorgenti di informazioni sull'apprezzamento del rischio nei mercati e nell'economia nel suo insieme. Tale analisi impegna il Consiglio Direttivo ad aggiustare il tenore della politica monetaria in modo da assicurare una crescita di lungo periodo degli aggregati monetari e creditizi compatibile con il potenziale di espansione economica.
- In tal senso, il pilastro monetario della strategia può essere interpretato come un meccanismo strategico di rinforzo che consente di predisporre meccanismi di correzione in situazioni in cui gli squilibri macroeconomici stentano a manifestarsi in pressioni inflazionistiche.
- L'analisi monetaria ha dato segnali premonitori importanti negli anni che hanno preceduto la crisi che stiamo vivendo circa l'esistenza di disequilibri finanziari e macroeconomici profondi. Nell'autunno del 2005, in condizioni di inflazione osservata e prevista definite 'normali', l'analisi monetaria della Bce iniziò a registrare un mutamento nella composizione della crescita di M3: da un modello di crescita spiegato da fattori di domanda di moneta – che definiremmo ininfluenti sull'evoluzione della spesa e dei prezzi – a una dinamica associata ad una crescente creazione di credito – cioè a fattori di offerta di moneta delle banche. Questi mutamenti furono recepiti come indicazioni che il tenore della politica monetaria, nonostante la moderazione delle pressioni inflazionistiche allora osservate e previste, era divenuto troppo permissivo. Un nuovo ciclo di restrizione della politica monetaria fu avviato nel dicembre di quell'anno sulla base di considerazioni ispirate dal pilastro monetario, ove la stabilità monetaria e finanziaria è un obiettivo intermedio al raggiungimento di un più equilibrato sviluppo delle grandezze macro-economiche e dunque della stabilità dei prezzi sul lungo periodo.

- In un mondo globalizzato, la crisi finanziaria internazionale non ha risparmiato la zona dell'euro. Ma oggi sappiamo che l'azione preventiva della Bce, messa in atto guardando principalmente a indicatori monetari, ne ha attenuato le conseguenze sul reddito e l'inflazione. ^[6]

Le due operazioni di rifinanziamento a tre anni (LTRO)

L'analisi monetaria è stata un dispositivo strategico essenziale anche nella diagnosi e nella gestione della crisi. A questo proposito, il processo di analisi che ha condotto alle misure di politica monetaria non convenzionale più recenti può illustrare quanto il monitoraggio sistematico delle passività delle banche – la moneta, nella sua accezione più ampia – possa dare indicazioni sui rischi che incombono sull'economia nel suo complesso.

Verso la fine del 2011, con una decisione senza precedenti nella storia dell'euro, il Consiglio direttivo della Bce ha deciso di condurre due operazioni di rifinanziamento a tre anni. Alla fine di febbraio, ovvero al compimento della seconda operazione a tre anni, l'incremento netto dei prestiti concessi alle controparti è stato di circa 520 miliardi di euro.

L'intendimento che ha portato alle due operazioni si può riassumere nella seguente visione strategica. Una banca centrale è investita della missione imprescindibile di assicurare una provvista di liquidità sufficiente a controparti bancarie solide e a fronte di garanzie collaterali adeguate. In tempi normali, 'liquidità sufficiente' significa un volume di rifinanziamento in linea con l'esigenza delle banche di soddisfare gli obblighi di riserva obbligatoria, e il finanziamento di altri fattori autonomi che spiegano la crescita nel tempo della domanda di moneta. In tempi di accentuata instabilità finanziaria, 'liquidità sufficiente' indica un volume di accesso al credito della banca centrale che eviti il rischio che – in tali condizioni di mercato – una temporanea incapacità di rifinanziamento delle banche si traduca in insolvenza e perciò in una generalizzata situazione di *default*.

In nessuno dei due casi – né in tempi normali né in tempi di crisi – la banca centrale può essere considerata responsabile della sopravvivenza di controparti bancarie prossime all'insolvenza.

Le due operazioni di rifinanziamento a lungo termine hanno adempiuto all'intendimento che le aveva motivate. In condizioni di sostanziale chiusura dei mercati del credito privato, le banche non riuscivano a rifinanziare i propri attivi ed erano incapaci di mantenere i propri livelli di esposizione verso le famiglie e le imprese. Il rifinanziamento massiccio a lungo termine ha permesso la sostituzione – parziale e temporanea – del credito privato con credito monetario e ha evitato di conseguenza un processo disordinato di estinzione del credito all'economia.

Ciò nonostante, le critiche non sono mancate. Queste si possono riassumere in tre punti:

1. l'aumento della liquidità a seguito delle due operazioni è destinata a creare inflazione;
2. il bilancio dell'Eurosistema è esposto a rischi senza precedenti e fuori controllo;
3. tali operazioni hanno rafforzato il legame perverso fra banche e debitori sovrani e possono configurare una violazione della proibizione di finanziamento monetario dell'indebitamento pubblico, imposta dall'articolo 123 del Trattato. E, critica di segno opposto, ma concettualmente equivalente: queste operazioni non hanno finanziato l'economia.

Per quanto riguarda il **primo punto**, è opportuno fare riferimento, ancora una volta, alla strategia: nel medio/lungo periodo, la dinamica dell'inflazione riflette l'evoluzione degli aggregati monetari più ampi. Condizioni favorevoli alla creazione di inflazione o bolle speculative si creano a fronte di una crescita robusta e sostenuta di moneta e credito, non necessariamente a seguito di un aumento della liquidità concessa dalla banca centrale al settore bancario. Tale liquidità costituisce una scorta precauzionale a fronte delle passività a vista che le banche mantengono nei confronti delle famiglie, delle imprese non finanziarie e

delle altre banche. Le passività a vista – cioè i depositi – e non le scorte liquide manifestano un'elevata correlazione statistica con le dinamiche dei prezzi dei beni e delle attività.

Le dinamiche monetarie non consentono oggi di individuare rischi di inflazione o di pressione sui prezzi delle attività nel medio termine.

Per quanto riguarda il **secondo punto**, ricordo che la critica maggiore ha riguardato principalmente la diversificazione del collaterale accettato dalle banche centrali nazionali all'interno dell'Eurosistema a garanzia della liquidità erogata agli istituti di credito. Dubbi si sono stati manifestati in particolare in merito ai titoli di crediti aggiuntivi (*credit claims*) che le decisioni del dicembre 2011 hanno reso eligibili.

Tali dubbi si fondano su una percezione incorretta delle garanzie che le banche centrali nazionali predispongono a protezione dell'esigibilità del credito monetario concesso. In particolare, la decurtazione del valore nominale dei titoli di credito aggiuntivi offerti a garanzia delle operazioni di rifinanziamento è molto elevata. Ciò fa sì che, su un valore nominale di 100 euro in crediti aggiuntivi depositati a garanzia, le banche centrali nazionali che accettano il nuovo collaterale forniscano in media l'equivalente in liquidità di circa 47 euro. La decurtazione costituisce una poderosa capacità di assorbimento del rischio di credito su tali operazioni. Vale anche la pena sottolineare che gli elementi principali del controllo del rischio rimangono comuni all'Eurosistema: i criteri di accettazione e le misure di controllo del rischio sono approvate dal Consiglio direttivo, il quale controlla anche l'efficacia del complesso delle misure di mitigazione del rischio in maniera continuativa.

Per quanto riguarda il **terzo punto** è innegabile che, segnatamente in alcuni paesi (in particolare in Spagna e in Italia), le banche abbiano impiegato parte dei saldi liquidi acquisiti a seguito delle operazioni di rifinanziamento a tre anni in investimenti temporanei in obbligazioni governative.

Oggi non esiste per una banca centrale, uno strumento di allocazione puntuale e mirata del credito a un settore o a vantaggio di un impiego finanziario specifico. Chi accusa la Bce di violazione indiretta del divieto di finanziamento monetario dell'indebitamento pubblico fa lo stesso errore concettuale di chi accusa la BCE di non aver forzato le banche a utilizzare i fondi delle LTRO per erogare credito al settore privato. Nel primo caso si sarebbe dovuto imporre alle banche di non acquistare titoli pubblici, nel secondo di dar credito al settore privato. Entrambi dimenticano che politiche di allocazione puntuale del credito erano una norma in vari paesi sino alla fine degli anni Settanta. Negli anni Ottanta il sistema operativo della politica monetaria subì una radicale ridefinizione, principalmente per gli effetti pesantemente distorsivi di un tale impianto operativo sulla attività economica. Inoltre, argomentazioni giuridiche inerenti al Trattato e all'attuale forma contrattuale dei repo alla base delle LTRO, nonché considerazioni di fattibilità, rendono difficile il ripristino di tale impianto. Infine, i comportamenti degli istituti di credito nei confronti delle famiglie e delle imprese non sono uniformi nei vari paesi: a fronte di un andamento negativo in alcuni, sta la crescita anche significativa del credito in altri.

In Italia, ma anche nella grande maggioranza dei paesi dell'euro, la contrazione dei prestiti registrata in dicembre è stata arrestata, evitando un ben più severo rischio di restrizione creditizia che avrebbe avuto conseguenze sulla crescita e sulla stabilità monetaria ben più gravi di quelle che osserviamo attualmente. L'indagine campionaria sul credito bancario registra una graduale normalizzazione dei tassi di interesse praticati dalle banche e dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese. Il perdurante andamento anemico dei prestiti riflette la debolezza della domanda e il peggioramento del merito di credito a fronte di un ciclo economico sfavorevole. Si ritiene inoltre che nei paesi più provati dalla crisi vi sia un razionamento del credito da parte delle banche causato dalle particolari strutture contrattuali prevalenti.

La vasta partecipazione all'operazione di febbraio – in cui circa 800 banche hanno ottenuto liquidità – e la composizione delle controparti per dimensione e ragione sociale, fanno intendere che la diffusione della liquidità sia stata, e possa essere ancora più nel prossimo futuro, capillare e a vantaggio del tessuto di piccole e medie imprese con cui le banche di dimensione più ridotta intrattengono rapporti più stretti. Il nostro auspicio è che la liquidità venga destinata al credito al settore privato. Questo è l'intendimento che ha motivato il nuovo strumento non convenzionale di politica monetaria.

Il credito monetario alle banche è stato un complemento – piuttosto che un sostituto – del credito privato: nel primo trimestre di quest'anno, l'emissione di obbligazioni è stata pari al totale emesso nel 2011, il che indica che le operazioni, almeno nei primi mesi dell'anno, hanno ridato liquidità ai mercati riattivando alcuni dei canali del credito. Le due operazioni di LTRO hanno rimosso uno degli impedimenti – l'unico su cui ha influenza la BCE – al credito: la mancanza di liquidità. Nulla può la BCE per sopperire all'eventuale mancanza di capitale, per mutare la percezione al rischio da parte degli intermediari, per rimuovere altri ostacoli di carattere strutturale presenti a livello nazionale. Più in generale, le due operazioni di LTRO sono di dimensione e complessità tali che ci vorrà tempo prima che esse dispieghino appieno tutti i loro effetti positivi sull'economia dell'area dell'euro.

Ma è vitale, per la crescita e l'occupazione, che gli istituti di credito tornino a porsi in condizione di rifinanziare l'economia.

^[1]Tiberi M., *Ricordo di Federico Caffè*, in «Rivista italiana degli economisti», aprile 1997, p. 132.

^[2]Caffè F., *La solitudine del riformista*, a cura di N. Acocella e M. Franzini, Bollati Boringhieri, Torino 1990, p. 258.

^[3]Paul Samuelson e Robert Solow pubblicarono il loro articolo intitolato *Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy* nell'edizione di maggio dell' *American Economic Review*, 1960. L'articolo discuteva le cause dell'inflazione e la curva di Phillips.

^[4]Bob Lucas ha poi raccolto l'evidenza empirica che motivò i suoi studi sulla teoria della neutralità nella sua Nobel Lecture intitolata, appunto, *Monetary Neutrality*, 7 December 1995. L'assenza di correlazione fra inflazione e crescita è documentata in Mc Candless, G.T. e W. Weber (1995), *Some Monetary Facts*, Federal Reserve of Minneapolis Quarterly Review No. 1931.

^[5]Il paradigma neo-keynesiano pre-crisi e la strategia di politica monetaria di *inflation targeting* che ne è derivata sono tratteggiati in R. Clarida, J. Gali e M. Gertler (1999), *The Science of Monetary Policy: A New-Keynesian Perspective*, in *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII, pp. 1661-1707. Hanno ricevuto una sistematizzazione magistrale in M. Woodford (2003), *Interest and Prices, Princeton: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

^[6]In un paper recente, intitolato *A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past* (ECB Working Paper No. 1336, maggio 2011), S. Fahr, R. Motto, M. Rostagno, F. Smets e O. Tristani hanno simulato il 'contro-fattuale' di una strategia monetaria che non include il credito e la moneta fra le proprie variabili di osservazione e reazione. Gli autori trovano che la a seguito dello shock causato dal fallimento di Lehman l'euro area sarebbe entrata in un periodo protratto di deflazione, e il livello del PIL alla fine del 2010 sarebbe stato circa due punti percentuali più basso di quello osservato.