



Banche centrali in campo, politica in panchina

di Giuseppe Gallo *

Finalisti del campionato mondiale dell'economia sono le Banche Centrali ed i mercati finanziari. La Politica è uscita di scena nella fase eliminatória. È la conseguenza necessaria della grande occasione storica di protagonismo riformista che la crisi ha offerto ai Governi e che la Politica ha dissipato.

F.D.Roosevelt, appena insediato nel 1933, dopo il disastroso quadriennio della presidenza Hoover, si presentò al Congresso ed al popolo americano con uno dei discorsi programmatici più inediti, innovativi e dirimpenti della storia politica moderna: "Sono convinto che se c'è qualcosa da temere è la paura stessa, il terrore sconosciuto, immotivato e ingiustificato che paralizza. Dobbiamo sforzarci di trasformare una ritirata in un'avanzata (...). Chiederò al Congresso l'unico strumento per affrontare la crisi. Il potere di agire ad ampio raggio per dichiarare guerra all'emergenza. Un potere grande come quello che mi verrebbe dato se venissimo invasi da un esercito straniero". La lezione dello spirito del New Deal di Roosevelt non è stata, con ogni evidenza, né meditata né appresa, né creativamente modulata sulle specificità della crisi attuale!

Latitanza e sordità dei Governi

Ad eccezione della Presidenza Obama che ha tentato una riforma, tanto imponente quanto incerta, della finanza (Legge Dodd-Frank del 21 luglio 2010), i Governi sono intervenuti, con estrema determinazione, per evitare il crollo dei sistemi bancari e finanziari; hanno impegnato risorse enormi (prossime al Pil degli Usa) in operazioni di ricapitalizzazioni bancarie, in sottoscrizioni obbligazionarie (sul tipo dei Tremonti-bond e dei Monti-bond) e nel rilascio di garanzie sulle emissioni obbligazionarie delle banche; hanno trasferito il debito privato sulle finanze pubbliche, facendo esplodere debiti e deficit pubblici con le conseguenti politiche di austerità fiscale e di grave sofferenza sociale; ma non hanno fatto l'unica operazione politica che avrebbe socialmente giustificato il salvataggio (necessario) del sistema bancario e finanziario internazionale prossimo al crollo: una riforma radicale della finanza predatoria che, liberando l'economia mondiale dalla soggezione alle sue dinamiche anarchiche, erratiche, prigioniere della coazione ossessiva alla massi-

ma creazione di valore di brevissimo periodo (qui ed ora, tutto e subito), ciclicamente distruttive di ricchezza, di occupazione, di lavoro, di reddito e di coesione sociale, creasse le condizioni strutturali in grado di impedire il ripetersi delle crisi finanziarie e del drammatico fardello di sofferenze sociali che esse portano al seguito. La Cisl, sin dall'inizio della crisi finanziaria, ha elaborato un modello di analisi della crisi definendone la matrice strutturale operante attraverso il gioco combinato e gerarchizzato di fattori sociali (la crescita costante delle disuguaglianze); politici (la deregolazione dei mercati finanziari); finanziari (il cambiamento del modello di intermediazione); monetari (le politiche monetarie espansive); macroeconomici (gli squilibri nelle bilance commerciali e dei pagamenti tra Usa e Paesi emergenti). Ha, conseguentemente, insistito, con grande determinazione, sulla necessità di uscire dalla crisi ristabilendo il corretto rapporto tra il primato della Politica (preposta alla gestione del bene comune) ed il ruolo strumentale della finanza (funzione di intermediazione tra risparmio ed investimento decisivo per la crescita economica e la coesione sociale). Lo ha fatto insieme ad uno schieramento ampio di società civile (dalle Acli, a Libera, alla Caritas, alla Fondazione Banca Etica, a Goel, alle Cooperative Gino Mattarelli, alla Lega Ambiente, a Mani Tese, a Pax Christi, ad Altro Mercato e molte altre) attraverso l'elaborazione e la sottoscrizione di due Manifesti di grande risonanza "Riformiamo la finanza per un'economia civile e solidale" (inviato al G8 de L'Aquila dell'8-10 luglio 2009) e "Dall'Aquila a Pittsburgh: tra breccie innovative ed offensive restauratrici" (inviato al G20 di Pittsburgh del 25 settembre 2009). La nostra visione di una riforma della finanza predatoria attraverso la distinzione tra banca commerciale e banca d'investimento; la regolazione del mercato dei titoli derivati (in particolare "over the counter"), la Vigilanza sul sistema bancario ombra ("Shadow Banking System"), la tassa sulle transazioni finanziarie, la costituzione di Authorities internazionali coordinate, nella prospettiva di una Governance mondiale, a partire dall'Onu, secondo principi di sussidiarietà, ha potuto annoverare la convergenza straordinaria da parte del Pontificio Consiglio Iustitia et Pax che, nell'ottobre 2011, ha elaborato una vera e propria piatta-

forma significativamente intitolata "Per una riforma dei mercati monetari e finanziari nella prospettiva di un'Autorità pubblica a competenza universale", traducendo con rigore e coerenza l'ispirazione della "Caritas in Veritate".

A dispetto del protagonismo di aree vaste, qualificate e rappresentative della società civile, e della stessa Chiesa Cattolica, la Politica ha continuato ad agitarsi nell'"hortus conclusus" del perimetro subalterno definito dagli interessi intangibili della finanza predatoria, ormai interiorizzata nella vulgata ossessiva "ce lo chiedono i mercati" alla stregua di una legge immutabile dell'essere. Per queste, semplici, ragioni, in campo ci sono soltanto Banche Centrali e mercati finanziari. I Governi sono convocati all'occorrenza, in caso di infortunio o di gravi incidenti di percorso, sempre possibili, in cui incorrono i titolari del gioco.

Politiche monetarie non convenzionali

Le Banche Centrali detengono un potere economico reale e rilevante nelle economie di mercato, ma circoscritto ad una sola variabile: il governo della moneta. Ognuno lo realizza perseguendo obiettivi statutari diversi (la piena occupazione per la Fed, la stabilità monetaria per la Bce), modulati sulle diverse fasi del ciclo delle rispettive economie e senza coordinamento sistematico delle rispettive politiche monetarie. Così la Fed ha inaugurato nel 2009 il "Quantitative easing" (allentamento quantitativo), una politica monetaria espansiva non convenzionale impostata sul mantenimento prossimo allo zero dei tassi ufficiali ai quali il sistema bancario si rifeziona presso la Banca Centrale (che diventa il riferimento per i finanziamenti all'economia) e sull'acquisto mensile (immissione di liquidità) di 85 miliardi di \$ di titoli del Tesoro statunitense e di obbligazioni private garantite da mutui. Il "quantitative easing" iniziato da Ben Bernanke sarà concluso il prossimo mese di ottobre da Janet Yellen, che ne ha già avviato la riduzione progressiva (operazione definita "Tapering") da gennaio 2014 al ritmo di 10 miliardi di \$ al mese, dopo aver irrorato di liquidità l'economia degli Usa, dal 2009, per oltre 4mila miliardi di \$. La ripresa del ciclo di crescita, ormai considerata consolidata, sembra, infatti, in grado di autoalimentarsi senza il propellente di politiche di liquidità straordinarie, mantenendo

do, tuttavia, i tassi prossimi allo zero sino all'autunno 2015 come ha annunciato ufficialmente la Presidente della Fed. È fuor di dubbio che il "quantitative easing", combinato cumulativamente, con la politica anticiclica dell'Amministrazione Obama e con la reattività degli investimenti e del mercato del lavoro statunitense (che sta creando 200mila nuovi occupati al mese) abbiano costituito un mix strategico innovativo e vincente (per quanto esposto alla costante instabilità dei mercati finanziari deregolati e globali) del quale in Europa, tutt'oggi prigioniera delle politiche di austerità fiscale, non c'è traccia. Per queste ragioni la Bce ha svolto, e continua a giocare, un ruolo di supplenza politica. Ne sono prova le tre operazioni, due decisive di natura difensiva ed una espansiva programmata da settembre 2014, che ha realizzato sino ad oggi, sotto la direzione di Mario Draghi. La prima denominata "Long Term Refinancing Operations" (Ltro) è stata realizzata, in due fasi, a dicembre 2011 e a febbraio 2012 ed è consistita nel finanziamento triennale alle banche europee per oltre 1000 miliardi di € al tasso dell'1% (le banche italiane hanno ricevuto finanziamenti per circa 250 miliardi di €) grazie al quale le banche hanno sostenuto i debiti sovrani, in particolare dei Paesi periferici dell'Unione Europea a rischio default, nella fase più acuta della crisi dell'euro. L'immissione straordinaria di liquidità ha evitato che gli spreads superassero il punto di non ritorno dell'insostenibilità del costo del servizio del debito ed ha favorito l'internalizzazione dei debiti sovrani bilanciando i disinvestimenti degli investitori internazionali. Il dibattito politico in Italia ha eccezioni che i finanziamenti della Bce non abbiano aumentato il credito all'economia ignorando (al di là delle considerazioni sulla crescita esponenziale delle sofferenze e delle perdite su crediti) che l'Eba (European Banking Authority) aveva calcolato al 30 settembre 2011 15,3 miliardi di € di sottocapitalizzazione per le prime cinque banche italiane (determinate dalle minusvalenze sui titoli di stato detenuti in conseguenza dell'esplosione dello spread) e che l'insufficienza patrimoniale, secondo le Regole di "Basilea 3" impedisce l'espansione del credito. La Bce, attraverso il Ltro, ha così evitato l'implosione dell'euro e del complessivo processo di costruzione dell'Unione Europea, operando indirettamente, in ottemperanza al divieto statutario di finanziare gli Stati dell'Unione, e svolgendo, obiettivamente, un ruolo di supplenza politica se si considera che l'Unione, impendendo la solidarietà di bilancio, ha consegnato ai mercati finanziari ed alla speculazione la gestione della crisi dell'euro. La seconda operazione, definita "Outright Monetary Transactions" (Omt, Transazioni Monetarie Definitive) venne annunciata dal Presidente della Bce il 25 luglio 2013 sotto l'effetto di una pressione speculativa sui titoli sovrani dei Paesi europei in difficoltà e sulla tenuta dell'Euro che, dopo una fase di flessione, aveva ripreso lo slancio dell'autunno 2011: "Within our mandate, the European Central Bank is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough!" (La Bce, nell'ambito del proprio mandato, è pronta a preservare l'euro con ogni mezzo. E credetemi, sarà sufficiente). L'Omt è stato formalizzato nel Consiglio Direttivo della Bce il 6 agosto 2012 ed illustrato in dettaglio il 6 settembre 2012. Il messaggio della Bce ai mercati finanziari è stato perentorio, adeguato alla drammaticità della posta in gioco. La Banca Centrale si impegna ad acquistare sui mercati secondari (non alle aste che costituiscono i mercati primari) titoli sovrani dei Paesi europei sotto attacco speculativo con disponibilità pressoché illimitate. Per avere il consenso del Governo tedesco (in Germania i rigoristi hanno presentato due eccezioni di incostituzionalità alla Suprema Corte tedesca sia contro il Fondo salva-stati - European Stability Mechanism, Esm - sia contro l'Omt, per fortuna senza effetti) Mario Draghi introdusse il principio della "stretta condizionalità" ovvero di una situazione grave e conclamata del Paese in difficoltà certificata dall'avvio di un programma di aiuto finanziario o di un programma precauzionale con lo European Stability Mechanism (Esm). La Bce precisava di voler circoscrivere gli acquisti ai titoli sovrani da 1 a 3 anni e sterilizzare l'immissione di liquidità con la vendita di altri titoli per lo stesso importo al fine di evitare effetti inflativi. Da allora, ancorché l'Omt non sia mai entrato in azione, gli spreads dei Paesi europei in difficoltà hanno iniziato una discesa consistente e costante sino

al giugno 2014, nonostante i debiti ed i deficit pubblici non siano migliorati e, talora, siano peggiorati. La terza operazione, di natura espansiva, denominata "Targeted Long Term Refinancing Operations" (Tltro), deliberata dal Board della Bce il 5 giugno 2014, prevede, per i prossimi due anni prestati alle banche europee sino a 1000 miliardi di €, della durata di quattro anni, al tasso fisso dello 0,25%, destinati esclusivamente al credito alle imprese ed alle famiglie. Le prime due operazioni si svolgeranno il 18 settembre e l'11 dicembre 2014 per un valore massimo di 400 miliardi di €, pari al 7% del portafoglio crediti alle imprese ed alle famiglie (esclusi i mutui immobiliari). Le successive sei aste si svolgeranno con cadenza trimestrale da marzo 2015 a giugno 2016 ed assegneranno un benchmark individuale ad ogni banca che potrà richiedere ulteriori finanziamenti aggiuntivi sino al triplo del differenziale tra i prestiti concessi alle imprese ed alle famiglie ed il benchmark attribuito nel periodo precedente. Se al termine del primo biennio i finanziamenti della BCE alle banche non saranno trasformati in crediti all'economia, dovranno essere restituiti. Nella stessa seduta la Bce ha ribadito l'orientamento ad adottare politiche di "Quantitative Easing", sul modello della Fed, per contrastare i pericoli di deflazione (oggi il tasso di inflazione europeo è allo 0,50% contro un obiettivo della Bce di un valore inferiore ma prossimo al 2%) e favorire la ripresa attraverso l'immissione di volumi consistenti di liquidità. Ha messo allo studio il Programma di acquisto, da parte della Bce, di titoli cartolarizzati (Asset Backed Securities - Abs) con sottostanti prestiti alle piccole e medie imprese. Ha ridotto di 10 basis point, dallo 0,25% allo 0,15%, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema, con decorrenza 11 giugno 2014. Commentando, indirettamente, questo rilevante intervento della Bce, in occasione della commemorazione di Tommaso Padoa Schioppa, Mario Draghi, il 9 luglio scorso, ha invitato esplicitamente l'Unione Europea a dotarsi di una politica macroeconomica condivisa senza la quale la politica monetaria non riuscirà a garantire la stabilità monetaria e finanziaria.

Il gioco combinato delle Banche Centrali

Con la politica monetaria della Bce ha, certamente, interagito il "Tapering" della Fed. Alcune significative corrispondenze binuovoche confermano l'esistenza di nessi causali, in assenza di altri fattori di determinazione. Il 9 novembre 2011 lo spread tra Btp decennale e Bund decennale è pari a 575 basis point. Il Governo Monti si insedia il 17 novembre 2011. Dicembre 2011: prima operazione di Ltro della Bce. 31 dicembre 2011: lo spread scende a 530 b.p. Febbraio 2012: seconda operazione Ltro della Bce. Marzo 2012: lo spread scende a 180 b.p. Giugno 2012: lo spread risale a 530 b.p. 25 giugno 2012, 6 agosto 2012, 6 settembre 2012: annuncio, delibera, illustrazione Omt da parte della Bce. 31.12.2012: lo spread scende a 300 b.p. 22.5.2013: Ben Bernanke, Presidente della Fed, annuncia il "Tapering" che inizia a gennaio 2014. Giugno 2013: spread a 235. 31.12.2013: spread a 180. 5.6.2014: La Bce delibera il Tltro. 9.6.2014: spread a 132. 18.6.2014: la FED decide che il tasso ufficiale resterà a zero ancora a lungo termine. Il presidio dell'Euro, esercitato con grande determinazione dalla Bce, ed il progressivo abbandono della politica monetaria straordinaria della Fed hanno prodotto lo spostamento di ingenti flussi di capitali dai Paesi emergenti all'Europa con acquisti elevati sia di titoli di stato, sia di azioni ed obbligazioni. Analogo effetto è stato prodotto dalla politica monetaria iper espansiva della Banca Centrale Giapponese e dalla crisi Russo-Ucraina. L'attesa di un futuro aumento dei tassi negli Usa ha indebolito le prospettive del "carry trade" (indebitamento negli Usa ed investimento nei Paesi emergenti). I Paesi emergenti, d'altro canto, attraversavano una fase assai meno dinamica, tutt'oggi in corso. In Europa i differenziali tra i fondamentali economici ed industriali e le quotazioni di borsa garantivano prospettive di guadagni ingenti di breve periodo. L'Italia ha goduto, particolarmente, di questa dinamica: nell'ultimo anno la borsa di Milano ha registrato guadagni del 49%, più del doppio dell'indice Stoxx. Le società quotate ne hanno approfittato per fare aumenti elevati di capitale e prestiti obbligazionari consistenti. Il Tesoro, opportunamente, ha provveduto a rinnovare volumi imponenti di titoli in scadenza. I fattori che determinano fenomeni di questo tipo sono di natura



globale, sovraordinati alle politiche dei Governi nazionali che possono asseconderne o contrastarne il corso, ovvero governarne gli effetti, ma non sono in grado di determinarli. Dalla seconda decade di giugno lo spread ha ripreso a crescere. Al 15 luglio misura 166 b.p. Le ragioni sono riconducibili alla persistente debolezza della ripresa europea ed alla flessione dell'economia tedesca; agli effetti perversi del rapporto tra politica monetaria della Fed e della Bce che mantiene il cambio tra dollaro ed euro intorno a 1,36, mentre il cambio necessario per rilanciare l'economia europea sarebbe 1,20; alle difficoltà di introdurre elementi di svolta reali nella politica di austerità europea; al differenziale assai elevato tra annunci programmatici e realizzazioni del Governo Renzi.

Gli interrogativi ed i timori di essere alla vigilia di una nuova svolta repentina nei flussi allocativi dei capitali globali sono legittimi.

Memento

Quali insegnamenti trarre dalle brevi note che precedono?

1. Non aver riformato rigorosamente la matrice strutturale che ha scatenato la crisi (resta ancora incerta la valutazione della Riforma Obama) lascia aperta la possibilità di una sua riedizione. Politiche monetarie radicalmente espansive (tassi a zero e immissioni straordinarie di liquidità) in ambienti deregolati sono, infatti, la migliore incubatrice di bolle speculative immobiliari o mobiliari. Il volume dei titoli derivati ancora pari a 10 volte il Pil mondiale lo conferma;
2. Data la spada di Damocle, citata al punto che precede, la politica anticiclica praticata dagli Usa ha, tuttavia, accelerato l'uscita dalla crisi ed inaugurato un nuovo ciclo di crescita;
3. L'Europa, al contrario, non è ancora venuta a capo della crisi avendo, ottusamente, perseverato nel mantenere politiche pro cicliche che l'hanno condannata ad uscire dalla recessione con una stagnazione prolungata;
4. Le Banche centrali hanno svolto e continuano a giocare un ruolo di supplenza, tanto più rilevante quanto maggiore è stato ed è il grado di latitanza riformatrice dei Governi;
5. La Bce è stata decisiva, in termini difensivi, nella fase più acuta della crisi dei debiti sovrani evitando l'implosione dell'Euro. La sua politica di espansione del credito (Tltro), quantomai opportuna, può rappresentare un acceleratore decisivo di politiche anticicliche, che competono ai Go-

vernì, in assenza delle quali produrrebbe effetti residui. Ovvero: politiche monetarie espansive non possono convivere con politiche macroeconomiche recessive;

6. Una moneta senza Sovrano è destinata ad avvilupparsi in contraddizioni via, via, più gravi ed insolubili. L'accelerazione verso la Federazione Europea ne sarebbe la risposta coerente e vincente. Per queste semplici ragioni il dibattito ed il confronto politico che si è aperto in occasione delle elezioni europee del maggio scorso, acuitizzato dal loro esito, per quanto ancora sui principi (priorità della crescita sul rigore fiscale) è decisivo. Ad esso è sospesa la possibilità di aprire una prima breccia capace di prefigurare l'uscita dal girone infernale nel quale il capitalismo finanziario deregolato, rapace e globalizzato ha trascinato il mondo.

Sotto questo profilo il discorso di insediamento di J.C.Junker a Presidente della Commissione Europea tenuto di fronte al Parlamento europeo il 15 luglio scorso apre, almeno in linea di enunciazioni generali di principi, orizzonti di relative speranze: dal "Pacchetto sul lavoro, la crescita, gli investimenti", alla re industrializzazione dell'Europa, al "Governo economico dell'Unione", al superamento della "Troika" con una struttura "democraticamente più legittimata", alla subordinazione dei Piani di aiuto ai Paesi in difficoltà a valutazioni di "impatto sociale" oltre che di sostenibilità economica, alla gestione delle flessibilità di bilancio.

Alla politica europea dovranno essere associate profonde politiche redistributive, ai livelli nazionali, in grado di incidere, attraverso una rigorosa riforma fiscale, sulle accresciute ed in prospettiva insostenibili disuguaglianze di reddito e di ricchezza patrimoniale. L'unica via, realisticamente praticabile, per rafforzare ed accrescere la domanda ed il mercato interni, condizione indispensabile per riprendere la crescita. Il Rapporto Istat sulla povertà nel 2013 offre, a questo proposito, cifre drammatiche: nel periodo della crisi 2007-2013 il reddito medio nel nostro Paese è crollato del 13% tornando ai livelli del 1988 e la povertà assoluta è più che raddoppiata passando da meno di tre milioni di persone ad oltre sei milioni, il 10% degli italiani. A testimonianza e monito di una sofferenza sociale ormai al livello guardia. A questo tema, decisivo, poiché chiama in causa la possibile dialettica positiva, integrata e cumulativa tra politiche europee e politiche nazionali, dedicheremo specifica riflessione.

* Direttore Centro Studi Cisl di Firenze

