

La monetizzazione del disavanzo nella letteratura macroeconomica recente (pre e post-Covid)

sinistrainrete.info/teoria-economica/17711-fulvio-corsi-la-monetizzazione-del-disavanzo-nella-letteratura-macroeconomica-recente-pre-e-post-covid.html



di Fulvio Corsi*

Cenni sul funzionamento dell'attuale sistema monetario

Già prima dell'arrivo del COVID-19 le principali economie europee, nonostante gli enormi interventi di politica monetaria (tassi zero o negativi e QE), si trovavano in una grave condizione di stagnazione associata ad un pericoloso rischio di deflazione. L'arrivo dello shock COVID-19 ha enormemente aggravato la già delicata situazione trascinando le economie di tutto il mondo in un profonda recessione con una ancora più accentuata dinamica deflazionistica. E' evidente a tutti gli osservatori che imponenti misure di sostegno e stimolo all'economia sono urgentemente necessarie. Purtroppo però, soprattutto in Europa, le tradizionali misure di stimolo dell'economia erano già risultate largamente insufficienti persino nel periodo di stagnazione pre-Covid. Risulta quindi difficile pensare che questo tipo di misure possano consentire di affrontare adeguatamente la fase, molto più critica, di recessione economica post-Covid.



Ma perché le tradizionali leve di intervento macroeconomico risultano attualmente inadeguate? La ragione è da ricercarsi nel modo in cui il sistema crea endogenamente i mezzi di pagamento necessari per consentire gli scambi economici. Anche volendo partire dalla teoria quantitativa della moneta cara ai neoclassici e monetaristi, $MV=PY$, è evidente che a parità di velocità della moneta V , che dipende dalle abitudini di pagamento e che in periodi di crisi tende semmai a ridursi, è possibile avere un aumento del reddito nominale PY (reddito reale Y per livello dei prezzi P) solo a patto che la quantità di moneta M utilizzata per transazioni legate al PIL aumenti.

Nel nostro sistema economico la moneta (almeno fino all'aggregato M2) è definita come l'insieme delle passività del bilancio consolidato del settore bancario. Ad esempio l'aggregato monetario M1 è la somma di circolante, una "passività" della Banca Centrale (abbrev. BC) e depositi che rappresentano invece una passività delle banche commerciali, con quest'ultimi in quantità largamente dominante (dal 90% al 97% sul totale di M1 a seconda dei paesi). Dato che il circolante nasce quando si desidera convertire una parte di depositi in banconote e date le sempre più stringenti norme sull'uso del contante, la componente di gran lunga prevalente negli aggregati monetari è dunque quella dei depositi bancari.

Come viene determinata la quantità di depositi, e quindi di moneta, nel sistema? Per rispondere a questa domanda è necessario addentrarsi un minimo nell'operatività delle banche con la BC. Così come la maggior parte di noi cittadini possiede un conto corrente presso una banca commerciale, allo stesso modo la maggior parte delle banche commerciali ha un conto presso la BC nel quale tiene depositate le cosiddette riserve di BC o più semplicemente riserve. Le riserve sono una forma di moneta emessa monopolisticamente dalla BC con la quale le banche commerciali regolano i pagamenti tra di loro e che sono quindi obbligate a detenere in funzione delle loro passività (in particolare depositi, da cui gli ordini di pagamento verso altre banche possono partire). Quindi è una forma di moneta che solo le banche possono utilizzare (avendo un conto presso la BC) e che non circola al di fuori del circuito bancario (e per questo motivo non è ricompresa negli aggregati monetari M1, M2, ecc.). Da quando tutte le BC hanno adottato una politica monetaria basata sul controllo dei tassi di interesse a breve (e quindi da almeno 30-40 anni) anziché delle quantità degli aggregati monetari tramite il controllo della quantità delle riserve (il c.d. moltiplicatore monetario), la quantità di moneta in circolazione non è più sotto il controllo diretto della BC. Infatti, così come accade ad ogni monopolista che si confronta con una normale curva di domanda, se sceglie di fissare il prezzo, le quantità saranno determinate dal mercato (e viceversa). Quindi, se la BC decide di fissare il tasso di interesse (il costo delle riserve), dovrà necessariamente lasciare fluttuare la quantità di riserve adeguandole alle richieste del mercato. Ma se non controlla la quantità di riserve non potrà controllare neppure la quantità di depositi e quindi la quantità di moneta in circolazione.

Quindi, se non è la BC a determinare la quantità di depositi e quindi di moneta, chi la stabilisce? La risposta a questa domanda, a sua volta, dipende dal meccanismo con cui si formano i depositi bancari. Quando chiedo un mutuo ad una banca non mi viene consegnata una valigetta di contanti, ma, più realisticamente, mi viene accreditata una somma su un conto corrente presso la banca stessa. Ed è così, che nasce un nuovo deposito e quindi nuova moneta (vi sarebbe anche il deposito di contante ma, oltre ad essere del tutto marginale, non altera il totale di moneta in circolazione). Infatti, al momento dell'erogazione di un prestito la banca contabilmente registra una voce all'attivo del suo bilancio, il prestito e, contestualmente, una voce di pari importo nel passivo, il nuovo deposito che espande il passivo del bilancio del settore bancario e quindi la moneta a disposizione del sistema. Perciò, anche se temporalmente le due voci si formano simultaneamente, logicamente il deposito nasce a seguito dell'erogazione di

un prestito. E' quindi l'insieme dei prestiti erogati dal sistema bancario nel suo complesso a generare i depositi e a determinare perciò la quantità di moneta in circolazione. In sintesi, nell'attuale contesto economico-istituzionale la moneta è creata in modo decentralizzato dalle decisioni di prestito dei soggetti bancari privati.

La quantità di prestiti erogati dal sistema bancario, a sua volta, dipende da due importanti vincoli. Il primo, sono i cosiddetti, requisiti di capitale, secondo cui la banca è obbligata a detenere una certa percentuale di capitale a fronte del totale dei suoi impieghi (pesati per il rischio). Esso rappresenta l'unico vero vincolo quantitativo all'erogazione di prestiti da parte di una banca, ma, almeno in linea di principio, direttamente allentabile tramite aumenti di capitale.

Il secondo vincolo è invece legato alla profittabilità dei prestiti. Non è un vincolo quantitativo ma solo di convenienza economica che dipende, in parte, dai tassi di interesse decisi dalla BC ma soprattutto dalla esistenza di "buoni debitori" a cui prestare, cioè di soggetti economici che siano al tempo stesso illiquidi, così da necessitare di finanziamenti, ma solvibili, cioè in grado di garantire un sufficiente flusso di redditi futuri e che non risultino già eccessivamente indebitati. Se i "buoni debitori" vengono a mancare, non vi potrà essere erogazione di prestiti e quindi creazione di moneta.

La mancanza di un numero sufficiente di buoni debitori può essere dovuta a varie cause: (i) recessione o stagnazione economica che riduce le aspettative sui flussi futuri di reddito; (ii) lo scoppio di una bolla finanziaria o immobiliare, che riducendo i valori dell'attivo ma non quelli del passivo causa un aumento dell'indebitamento netto, cioè del rapporto debito/capitale (la cosiddetta "balance sheet recession" introdotta da Richard Koo); (iii) l'aumento delle disuguaglianze, che porta ad un incremento sia dei poveri, che sono illiquidi ma non solvibili, che dei ricchi che sono solvibili ma non illiquidi.

Riassumendo, nell'attuale contesto economico-istituzionale la crescita monetaria, necessaria per una crescita del reddito nominale, può avvenire soltanto tramite l'erogazione di nuovi prestiti, cioè aumentando l'indebitamento di qualche soggetto economico. Ma se non vi è un numero sufficiente di soggetti economici in grado e disposti ad indebitarsi ulteriormente, non vi può essere crescita degli aggregati monetari e quindi del reddito nominale. Questa difficoltà di aumentare ulteriormente l'indebitamento di qualche soggetto economico rappresenta una sorta di "soffitto di vetro" alla crescita economica.

In particolare, in una situazione di scarsità di soggetti economici in grado e disposti ad indebitarsi, qualsiasi tipo di politica monetaria (riduzione dei tassi di interesse o QE), risulta inefficace per l'impossibilità di trasmettersi all'economia reale attraverso l'erogazione di nuovi prestiti. Infatti, la riduzione dei tassi di interesse a breve o a lungo periodo, sebbene aiuti a sostenere i mercati finanziari e possa quindi produrre un certo effetto ricchezza (destinato però prevalentemente a soggetti che tipicamente hanno una bassa propensione al consumo), ha come obiettivo principale l'aumento di investimenti e consumi finanziato da nuovi prestiti resi convenienti dai bassi tassi. Ma se non è possibile trovare nuovi soggetti disposti ad indebitarsi ulteriormente questo non potrà

accadere neppure portando i tassi a zero o negativi (l'esempio degli ultimi 30 anni del Giappone è, da questo punto di vista, particolarmente emblematico, come chiaramente descritto da Richard Koo).

Inoltre, se anche il settore pubblico ha già raggiunto un livello di indebitamento che è ritenuto troppo elevato, anche la leva delle politiche fiscali espansive sarà preclusa per mancanza di spazio fiscale. Se a questo si aggiunge il fatto che, in presenza di una crisi internazionale che coinvolge la maggioranza dei paesi, anche la leva del cambio non è utilizzabile per procurarsi all'estero la necessaria domanda aggregata (perché la leva del cambio è un gioco a somma zero), tutte le tradizionali leve di intervento macroeconomico risulteranno inefficaci.

Le tesi pro-monetizzazione prima del Covid

Per queste ragioni, già da diversi anni molti osservatori hanno lanciato l'allarme della fine delle "munizioni" macroeconomiche (monetaria, fiscale e del cambio) per fronteggiare le crisi. In realtà, come autorevolmente sostenuto già da Milton Friedman nel suo famoso articolo del 1948, se il problema è una scarsità di domanda aggregata nominale (ed è importante sottolineare nominale), almeno in linea di principio, esiste sempre una soluzione: la distribuzione di moneta di nuova creazione direttamente agli operatori economici. Quella che in letteratura economica viene definita "*helicopter money*" rifacendosi alla suggestiva immagine usata successivamente da Friedman per descrivere una tale distribuzione diretta di banconote ai cittadini. In seguito, con tale espressione si è più genericamente indicato una operazione coordinata di politica fiscale e monetaria che, in varie forme, porta al finanziamento monetario da parte della BC della spesa pubblica, che andrebbe qualificata più opportunamente come "*monetizzazione del disavanzo*", dal momento che con tale espressione si designa la fornitura di liquidità fresca in capo al tesoro, e dunque presuppone una qualche intermediazione da parte del settore pubblico quanto alla immissione di tale liquidità nel circuito economico (mediante investimenti, sussidi, prestiti, garanzie, etc.)

Già prima della crisi legata al Covid, molti illustri ed autorevoli economisti appartenenti a diverse scuole di pensiero hanno raccomandato varie forme di finanziamento monetario della spesa pubblica.

- Paul De Grauwe (2013) chiarisce come tecnicamente la BC non abbia vincoli di tipo contabili alla capacità di finanziare la spesa pubblica ma solo di tipo economico legati ad una eventuale inflazione.
- Lord Adair Turner (2014), (e qui e qui in video) spiega chiaramente come un politica fiscale espansiva finanziata dalla BC stimoli sempre la domanda aggregata nominale e lo faccia in maniera sempre superiore ad una politica fiscale finanziata con debito pubblico (non soffrendo né di effetti di spiazzamento degli investimenti, né del c.d. problema dell'equivalenza ricardiana) ed in maniera più certa di una politica monetaria espansiva (che, come abbiamo visto, può essere vincolata, oltre che dal limite inferiore dei tassi di interesse, dall'eccessivo indebitamento del settore privato).

- Willem H. Buiter (2014) formalizza matematicamente le condizioni sotto le quali un politica di helicopter money risulta efficace e conclude che, date queste condizioni, esiste sempre (anche in presenza di trappola della liquidità) una combinazione di politiche monetarie e fiscali che stimoli la domanda (in linea di principio senza alcun limite) e che quindi sia la deflazione che la stagnazione secolare sono facilmente evitabili.
- Jordi Galí (2014) (qui la pubblicazione del 2019) studia in modo formale gli effetti di uno stimolo fiscale finanziato da nuova moneta all'interno di un modello economico con competizione imperfetta e rigidità dei prezzi e salari nominali trovando che un tale intervento ha forti effetti di stimolo dell'attività economica reale mentre ha un impatto sull'inflazione relativamente debole e diffuso su vari anni. Inoltre, conclude affermando che se il reddito aggregato è sufficientemente al di sotto del suo livello efficiente, la monetizzazione di uno stimolo fiscale innalza il benessere sociale persino se indirizzato esclusivamente verso spese pubbliche del tutto improduttive.
- John Muellbauer (2014), al fine di combattere il rischio di deflazione dell'eurozona, propone di affiancare al QE tradizionale, in cui la moneta di nuova creazione viene utilizzata per l'acquisto di titoli finanziari, un "*QE for the people*", in cui la moneta di nuova creazione è distribuita direttamente ai cittadini.
- Francesco Giavazzi e Guido Tabellini (2014) (qui in italiano) per stimolare la ripresa economica suggeriscono un significativo taglio delle tasse finanziato dall'emissione di titoli pubblici a lungo termine acquistati integralmente dalla BCE senza nessuna sterilizzazione, sottolineando che *l'eventuale "conseguente inflazione temporaneamente più elevata sarebbe la benvenuta, in quanto ridurrebbe il problema dell'eccesso di debito"*.
- Luigi Zingales (2014) propone un meccanismo automatico per cui, quando l'inflazione scende al di sotto di una certa soglia minima, la BCE sia autorizzata a finanziare le spese dell'Unione.
- John Cochrane (2014) (qui, qui e qui il video) avanza una proposta ancora più radicale per eliminare il problema della creazione decentralizzata di moneta da parte delle banche commerciali (che, suscettibile di corse agli sportelli, può generare rischi sistemici): ripristinare in capo al Governo il monopolio dell'emissione di moneta che paga interessi (cioè i depositi), esattamente come 150 anni fa fu centralizzata, e per gli stessi motivi, l'emissione delle banconote cartacee. Una proposta del tutto analoga è stata sostenuta nello stesso periodo anche dal noto commentatore economico del Financial Times Martin Wolf.
- Jean Pisani-Ferry (2014) invita a riflettere sull'affermazione dell'allora presidente della BCE, Mario Draghi, secondo cui l'aver impedito alla BCE di operare come prestatore di ultima istanza ha imposto un prezzo elevato in termini di vulnerabilità dei paesi e di riduzione del loro spazio fiscale.

- Olivier Blanchard (2015) (qui il video in particolare dal minuto 52 al 57) durante la sua conferenza a Cass Business School afferma che il “*people’s QE*” potrebbe aiutare a combattere le crisi e che le Banche Centrali hanno sicuramente altre opzioni oltre all’acquisto di titoli finanziari quando l’inflazione è bassa e si desidera aumentare la spesa: acquistare beni attraverso il finanziamento monetario della spesa pubblica.
- Roger E. A. Farmer (2015) notando che anche in presenza di tassi zero finanziare la spesa pubblica con le emissioni di titoli pubblici o con nuova moneta non è affatto equivalente (a causa dell’incompletezza dei mercati), suggerisce di utilizzare il finanziamento monetario invece di quello con titoli per evitare l’effetto di spiazzamento degli investimenti privati.
- Simon Wren-Lewis (2016) riprendendo le affermazioni del Ministro delle Finanze inglese George Osborne e della Cancelliera tedesca Angela Merkel sull’urgenza di ridurre l’indebitamento pubblico come richiesto dai mercati, sottolinea come l’helicopter money consenta invece di attuare il necessario stimolo fiscale senza aumentare l’indebitamento pubblico. Inoltre, rimarca come la capacità della BC di mantenere la stabilità dei prezzi sia incompleta a causa del limite inferiore alla discesa dei tassi nominali e che l’helicopter money sia uno strumento decisamente migliore rispetto al QE per correggere questa asimmetria.
- J. Bradford DeLong (2016) (e qui 2017) al fine di aggirare la reticenza dei politici di molti paesi ad adottare politiche di stimolo fiscale a causa di pregiudizi di natura politica ed ideologica, suggerisce che siano le banche centrali ad assumersi la responsabilità di politiche espansive distribuendo contanti direttamente nelle mani dei cittadini prediligendo quelli delle fasce di reddito più basse.
- I 36 economisti firmatari dell’appello di “Positive Money” UK (2016) dopo aver evidenziato alcuni effetti collaterali delle tradizionali politiche monetarie legati all’aumento dell’indebitamento e delle conseguenti disuguaglianze, oltre al rischio di alimentare pericolose bolle speculative, propongono di stimolare direttamente la domanda aggregata attraverso il finanziamento monetario di un grande piano di investimenti infrastrutturali o, in alternativa, di un significativo taglio delle tasse ed un aumento dei trasferimenti diretti alle famiglie e imprese.

Ai numerosi esponenti di primo piano del mondo accademico si aggiungono inoltre quelli del mondo bancario. Tra gli (ex)-banchieri centrali che si sono pubblicamente espressi a favore, in determinate circostanze, di questo tipo di politiche si possono annoverare:

- Ben S. Bernanke (2016) sottolinea i vantaggi dello stimolare l’economia tramite monetizzazione della spesa pubblica rispetto al finanziamento in debito facendo riferimento all’assenza di aspettative di tasse future (il problema della cosiddetta equivalenza ricardiana) e all’aumento delle aspettative di inflazione che consente una riduzione dei tassi reali. Inoltre, riepiloga le modalità operative e le possibili strutture di governance con cui questi interventi potrebbero essere concretamente realizzati.

- Janet Yellen (2016) durante un dibattito organizzato dalla CNN insieme a altri ex-banchieri centrali statunitensi dichiara che l'helicopter money "è qualcosa che può essere legittimamente considerato".
- Stanley Fischer e Philip Hildebrand (2019) insieme a Elga Bartsch e Jean Boivin all'interno di un report di Black Rock propongono un meccanismo automatico permanente (la cosiddetta "*Standing Emergency Fiscal Facility*" o SEFF) la cui attivazione avviene quando le tradizionali leve monetarie sono esaurite e le aspettative di inflazione restano sistematicamente al di sotto del livello obiettivo. In tali circostanze, la BC congiuntamente con il Governo dovrebbero definire un obiettivo di inflazione esplicito, un rapido meccanismo di finanziamento monetario per la spesa pubblica produttiva e una chiara strategia di uscita.
- François Villeroy de Galhau (2020, post Covid) ha rilanciato l'idea di stampare denaro distribuendolo direttamente alle aziende per combattere la grave deflazione che ci attende a seguito dell'impatto economico del Coronavirus.

Le tesi pro-monetizzazione post-Covid

In molti paesi lo shock economico dovuto al Covid-19 sarà probabilmente di entità paragonabile a quello di una guerra, con crolli del PIL a due cifre mai osservati in tempo di pace almeno dalla crisi del '29. Compromettendo gravemente il flusso dei redditi di famiglie e imprese, la sostenibilità dell'indebitamento del settore privato sarà inevitabilmente compromessa. Esponendo, a sua volta, il sistema bancario ad evidenti rischi sistemici. L'entità dell'intervento pubblico per sostenere l'economia ed evitare un drammatico avvitamento della crisi dovrà quindi essere anch'esso dell'ordine delle due cifre percentuali di PIL che, combinati con il crollo del denominatore e del gettito fiscale, comporterebbe un enorme aumento del rapporto debito/PIL e un serio rischio per la sostenibilità dei debiti pubblici di molti paesi. Questo renderà molto complicata, se non impossibile, per la maggioranza dei paesi la collocazione di tali gigantesche quantità di nuovo debito pubblico sui mercati finanziari (qualunque ne sia la forma, eurobond, MES, debiti nazionali). In questa fase economica così delicata, si chiede infatti John Cochrane, chi avrebbe le risorse necessarie per acquistare tutta questa enorme massa di titoli pubblici? Inoltre, il servizio del debito ed il suo futuro rimborso quanto peseranno sulle capacità di ripresa economica dei paesi? E' evidente quindi che, come nei periodi di guerra, solo l'intervento delle BC può consentire il finanziamento degli ingenti stimoli a fondo perduto che si renderanno necessari per uscire da una crisi così profonda.

Dal punto di vista macroeconomico, la monetizzazione degli stimoli fiscali è l'unica forma di intervento che consenta una riduzione dell'indebitamento (il c.d. deleveraging) di tipo non deflazionistico (tutte le altre politiche o aumentano il debito, o sono deflattive) ed è quindi da preferire nella fase attuale. D'altra parte, dal punto di vista politico, la monetizzazione, sostituendo un rischio di insolvenza con un rischio di inflazione, comporta, nella peggiore delle ipotesi, la mutualizzazione tra i paesi dell'area Euro di una eventuale inflazione futura (ammesso che vi sarà e che non sia benvenuta). In una crisi economica caratterizzata da eccesso di indebitamento e deflazione, la mutualizzazione di una eventuale indesiderata inflazione futura sarebbe, anche politicamente, senz'altro da

preferire rispetto alla mutualizzazione degli enormi rischi di insolvenza dei debiti privati e pubblici (quest'ultimi, per di più, afflitti dal grave problema degli equilibri multipli indotto dagli attacchi speculativi).

Per questi evidenti motivi, gran parte degli economisti precedentemente citati hanno recentemente rinnovato, ancora più convintamente, il loro appello a coinvolgere direttamente le Banche Centrali nella monetizzazione degli stimoli. Qui di seguito una lista, probabilmente anch'essa parziale, aggiornata al 4 maggio 2020 degli interventi – sia in letteratura che nella pubblicistica – che nel periodo successivo alla esplosione della pandemia Covid hanno esplicitamente proposto la monetizzazione come la risposta macroeconomica indispensabile per fronteggiarne efficacemente le conseguenze economiche:

- [Olivier Blanchard, Jean Pisani-Ferry, *Monetisation: Do not panic*, Voxeu.org, 10 aprile 2020](#)
- [Paul De Grauwe, *The ECB Must Finance COVID-19 Deficits*, project-syndicate.org, 18 marzo 2020](#)
- [John Cochrane, *Financial pandemic*, johnhcochrane.blogspot.com, 14 aprile 2020](#)
- [Francesco Giavazzi e Guido Tabellini, *Covid Perpetual Eurobonds: Jointly guaranteed and supported by the ECB*, Voxeu.org, 24 marzo 2020](#)
- [Jordi Galí, *Helicopter money: The time is now*, Voxeu.org, 17 marzo 2020](#)
- [Willem Buiter – Sony Kapoor, *To fight the COVID pandemic, policymakers must move fast and break taboos*, Voxeu.org, 6 aprile 2020](#)
- Willem Buiter, nel volume in uscita il prossimo novembre per Cambridge University Press, *Central Banks as Fiscal Players. The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space*, di cui è già disponibile una [bozza di lavoro](#).
- [Lord Adair Turner](#), già capo dell'UK's Financial Services Authority, come riportato nell'articolo di Martin Sandbu sul Financial Times del 20 marzo.
- [Martin Wolf](#), Why the European Central Bank can save the Eurozone. It has near-unlimited firepower and is the only EU institution willing and able to act, in Financial Times, 21 aprile 2020

A cui sono da aggiungere:

- [Nouriel Roubini, *A Greater Depression?*, project-syndicate.org, 24 marzo 2020](#)
- [Eran Yashiv, *Breaking the taboo: The political economy of COVID-motivated helicopter drops*, in Voxeu.org, 26 marzo 2020](#)
- [I 101 economisti](#) (prevalentemente italiani) dell'appello pubblicato il 14 aprile su Micromega

Le risposte ad alcune obiezioni frequenti alla monetizzazione

Quali sono le principali obiezioni sollevate alla diretta monetizzazione degli stimoli fiscali?

1. La BC sosterebbe delle perdite

Dal punto di vista della normale contabilità in partita doppia è sicuramente vero che il

capitale proprio della BC dovrebbe necessariamente ridursi. Questo è ovvio nel caso di accredito diretto e permanente di riserve sul conto del Tesoro presso la BC dato che a fronte di un aumento di una voce del passivo (le riserve) non corrisponderebbe nessun aumento sul lato dell'attivo e quindi si avrebbe necessariamente una riduzione del capitale proprio. Nel caso in cui la BC acquisti in via definitiva titoli di debito pubblico, formalmente si avrebbe un aumento dell'attivo rappresentato dai nuovi titoli acquistati, ma se l'accordo è che tali titoli non siano mai rimborsati (altrimenti non sarebbe una vera operazione di monetizzazione ma solo di prestito), il valore reale di quella posta dell'attivo è zero e quindi anche in questo caso la BC registrerebbe una perdita economia pari all'ammontare dei titoli acquistati. Per tale motivo secondo alcuni l'intervento della BC avrebbe come limite massimo il capitale proprio a disposizione o, secondo altri, il valore attuale del flusso futuro dei profitti della BC (derivanti dalla differenza tra i tassi attivi e passivi, il c.d. signoraggio). Tuttavia, il bilancio della BC è un bilancio del tutto sui generis. Infatti, come chiaramente spiegato nel già citato articolo di [Paul De Grauwe](#) (2013), le passività della BC, contrariamente alle società private, non rappresentano alcun diritto sui valori dal lato dell'attivo della BC stessa. In altre parole, contrariamente a quello che accadeva finché era in vigore una qualche forma di convertibilità aurea (al più fino al 15 agosto 1971), nell'attuale sistema monetario a corso legale la BC non deve restituire niente in cambio della moneta emessa, sia essa circolante o riserve. Nello specifico, per quanto riguarda il circolante, banalmente essendo irredimibile ed a interesse zero, non è una passività. Per quanto riguarda le riserve, la BC ha due tipi di obblighi: (i) trasferirle da una banca ad un'altra nell'esecuzione di un pagamento interbancario; (ii) convertirle in circolante. Relativamente al primo obbligo, la BC opera da mera stanza di compensazione, cioè si limita ad eseguire gli ordini di pagamento tra banche tenendo la contabilità delle riserve che le banche commerciali si scambiano tra loro. Il che, ovviamente, non fa sorgere nessuna passività in capo alla BC. Relativamente al secondo obbligo, si tratta di una semplice sostituzione tra due asset di cui la BC è monopolista ed in grado di generarli sostanzialmente senza costi (l'unica passività potrebbe essere appunto legata al costo di stampare nuove banconote al momento della conversione da riserve in circolante, ma si tratterebbe in ogni caso di un ammontare marginale dal costo irrisorio). Perciò, sia il circolante che le riserve, pur figurando contabilmente al passivo del bilancio della BC per ragioni fondamentalmente storiche (retaggio, appunto, della convertibilità aurea) non costituiscono delle vere e proprie passività in senso economico. Da ciò discende che la BC non ha nessun vincolo di solvibilità (in altre parole, non può mai fallire), e quindi è teoricamente in grado di emettere qualsiasi quantità di moneta si ritenga necessaria (riguardo al vincolo della stabilità dei prezzi si veda il successivo punto 3).

2. Alla BC è impedito l'acquisto di titoli di debito pubblico direttamente sul mercato primario

In primo luogo, occorre chiarire che questa non è una obiezione di carattere economico, ma semmai di carattere giuridico: l'impedimento di cui stiamo parlando (quello, ad esempio, di cui all'art 123 del TFUE) è conseguenza di un divieto imposto dall'ordinamento giuridico, non invece una indicazione di policy determinata dagli impatti

che la monetizzazione potrebbe determinare sul piano economico. Fatta questa premessa, ed anche in costanza di un divieto esplicito di acquisto dei titoli di debito pubblico sul mercato primario, si è anche osservato che la presenza di semplici opportunità di arbitraggio tra i prezzi di un titolo sul mercato primario e quelli sul secondario, fa sì che l'intervento diretto della BC sul mercato primario non sia sempre strettamente necessario. Infatti, l'impegno credibile della BC ad acquistare un titolo di prossima emissione ad un certo prezzo sul mercato secondario sarà sufficiente a calmierare il prezzo di tale titolo anche sul mercato primario. Se il prezzo sul primario fosse troppo basso, vi sarebbe infatti la convenienza ad offrire un prezzo più alto per garantirsi l'acquisto del titolo e con esso lo sfruttamento dell'arbitraggio rivendendolo alla BC sul mercato secondario. Questo tipo di concorrenza tra gli acquirenti sul mercato primario farà sì che il prezzo di asta sia inferiore, ma vicino, a quello a cui la BC ha annunciato di essere disposta ad acquistare sul mercato secondario.

3. La creazione di moneta da parte della BC per la monetizzazione delle spese pubbliche potrebbe portare ad un livello di inflazione eccessivo.

Può essere utile iniziare a rispondere a questa importante obiezione con 5 premesse:

- La prima è che in una situazione economica come quella attuale di eccesso di indebitamento (sia pubblico che privato), con livelli di inflazione costantemente e significativamente al disotto del livello obbiettivo da molti anni ed il rischio concreto, per molti paesi, di avvitarsi in spirali deflazionistiche, un aumento dell'inflazione sarebbe più che benvenuto in quanto consentirebbe di alleggerire il peso reale dei debiti, ridurre i tassi di interesse reali e riportare i tassi di interesse nominali ad un livello storicamente più naturale.
- La seconda è che dal punto di vista macroeconomico abbiamo ormai da tempo strumenti molto efficaci per combattere un'inflazione ritenuta troppo elevata. Strumenti sia di tipo monetario (aumento dei tassi di interesse, vendita di titoli, ecc.) che fiscale (politiche di austerità per ridurre la domanda aggregata).
- La terza è che lo strumento della monetizzazione della spesa pubblica può essere direttamente e facilmente modulato nella sua entità, sulla base degli effetti macroeconomici osservati.
- La quarta è che l'iniziale letteratura economica sulla teoria della credibilità degli anni '70 e '80 (su cui è stata costruita l'architettura istituzionale della BCE) che attribuiva un'importanza cruciale alla credibilità della BC, è stata successivamente fortemente messa in discussione dagli sviluppi più recenti della letteratura che considerano la formazione delle aspettative degli agenti in un contesto più realistico di tipo stocastico anziché deterministico come nelle prime fasi di sviluppo della letteratura.
- La quinta è che, se lo si ritenesse necessario, la credibilità della BC potrebbe essere comunque facilmente salvaguardata adottando una struttura di governance in cui l'entità dello stimolo fosse deciso autonomamente dalla BC, mentre le decisioni riguardanti le modalità del suo utilizzo restassero in capo al Governo.

Ma, a mio avviso, la contro-obiezione di fondo a questa pur pienamente legittima preoccupazione, è contenuta nella seguente domanda: perché tale obiezione è sollevata (spesso in modo quasi pavloviano) esclusivamente quando a creare nuova moneta è la BC e non invece anche quando a farlo è il settore bancario privato attraverso, come abbiamo visto, l'erogazione di nuovi prestiti? Non è cioè chiaro perché questo problema sembri palesarsi solo quando a decidere di "stampare" nuova moneta è un'istituzione che per statuto ha l'obiettivo della stabilità dei prezzi, mentre non sembri invece manifestarsi quando la stessa azione emerge dall'aggregazione di comportamenti individuali frutto di processi decisionali del tutto decentralizzati di una miriade di operatori bancari privati che, singolarmente, hanno come unico obiettivo (del tutto legittimo) la massimizzazione dei propri profitti senza alcuna considerazione per le conseguenze a livello aggregato. Sembra quindi difficile conciliare, da un lato, l'auspicio che la politica monetaria espansiva realizzi il suo obiettivo stimolando l'erogazione di prestiti con il timore, dall'altro, che la monetizzazione della spesa pubblica possa causare un eccesso di inflazione. In entrambi i casi, infatti, si ha una crescita del totale dei depositi bancari nel sistema e quindi degli aggregati monetari. Nel primo caso, come abbiamo visto, al momento stesso dell'erogazione del prestito, nel secondo caso, al momento in cui il Governo spende le proprie riserve di BC nell'economia accreditandole sui conti correnti dei privati. Ma in entrambi i casi l'effetto sulla quantità di moneta in circolazione, e quindi sull'eventuale aumento di inflazione, è esattamente lo stesso.

Una possibile risposta a questo contro-obiezione è che le decisioni delle banche commerciali private sono prese in una logica di mercato e come tali più efficienti di quelle prese con una logica burocratica/dirigistica di una istituzione di diritto pubblico quale la BC. In realtà, l'evidenza empirica sembra chiaramente mostrare (si veda [Jordà, Taylor e Schularick 2014](#)) come l'allocazione decisa dalle banche private sia prevalentemente diretta al settore immobiliare e finanziario che contribuiscono solo in via molto indiretta alla crescita del PIL mentre alimentano lo sviluppo di pericolose bolle speculative, il cui scoppio è estremamente costoso per la società. Tuttavia, anche se tale assunzione fosse vera, resta il punto che se si ritiene necessario stimolare la domanda nominale tramite politiche monetarie espansive, è perché si reputa la quantità di moneta creata dal sistema bancario privato come insufficiente. Si sta quindi implicitamente riconoscendo che il mercato ha fallito nel determinare endogenamente la quantità ottima di moneta ed è quindi necessaria una qualche forma di intervento pubblico per correggere tale fallimento del mercato.

Tuttavia, il fatto che la monetizzazione della spesa pubblica possa rappresentare un intervento utile e necessario in determinate circostanze, ovviamente non significa che ciò sia privo di rischi. Infatti, se è vero che la BC non ha, come detto, vincoli di tipo contabile, ne ha certamente di tipo economico legati appunto al rischio di alimentare un'inflazione eccessiva. Tale vincolo si può in ultima analisi ricondurre alla ben nota equazione introdotta precedentemente: $MV=PY$. Tuttavia, a priori, non è possibile quantificare con precisione questo vincolo poiché dipende in maniera determinante dal modo in cui la maggiore domanda nominale si scarica sui prezzi (P) o sulle quantità (approssimate da Y) cioè dalla proporzione con cui l'aumento del reddito nominale PY è

dovuto ad un aumento dei prezzi P o ad un aumento del reddito reale Y . Questo dipende in modo rilevante dal settore economico in cui è canalizzata la moneta di nuova creazione: se indirizzata in modo tale da far aumentare la quantità e qualità dei beni e servizi prodotti (e quindi Y) si potrà avere un aumento di M senza necessariamente avere un aumento di P e quindi inflazione. Ciò, a sua volta, dipenderà significativamente dal grado di capacità produttiva inutilizzata, dal tasso di disoccupazione e dalla distanza del sistema produttivo dalla frontiera tecnologica (la cosiddetta frontiera delle possibilità produttive). Fino a che il sistema si trova in un punto interno alla frontiera delle possibilità produttive è teoricamente possibile finanziare, attraverso l'emissione di nuova moneta, investimenti che consentano l'utilizzo dello stato dell'arte della tecnologia in tutti i settori e su tutto il territorio. Se indirizzati nei settori a più alto moltiplicatore, tali investimenti, permetterebbero un crescita del reddito reale senza necessariamente esercitare una eccessiva pressione sui prezzi. Benché questo possa apparire come una sorta di irrealistico "free-lunch", in realtà rappresenta semplicemente la possibilità di utilizzare risorse monetarie di nuova emissione per consentire una riallocazione più efficiente delle risorse reali che permette all'economia di spostarsi da un punto interno ad un punto sulla frontiera delle possibilità produttive. Giunti sulla frontiera, si potrebbe, in realtà, ancora continuare a finanziare, almeno parzialmente, con moneta di nuova emissione gli investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione al fine di espandere il più rapidamente possibile la frontiera tecnologica. Si potrebbe quindi concludere che a partire dall'attuale situazione economica di molti paesi, gli spazi per una crescita non inflazionistica finanziata da moneta di nuova emissione sembrano essere piuttosto ampi.

* **Fulvio Corsi**, professore associato di Economia politica all'Università di Pisa, e Reader in Financial Economics presso la City University di Londra.