



Dipartimento di Economia e Management
Cattedra di Economia Monetaria e Creditizia

IL RUOLO FISCALE DELLA MONETA

Il Monetary Financing e la politica monetaria odierna

Relatore

Prof. Giorgio Di Giorgio

Candidato

Domenico Francesco Alessandria

Matricola: 187781

Anno accademico 2016/2017

Indice

Capitolo primo, la doppia crisi.....	4
1.1 Le cause della crisi finanziaria globale.....	4
La cartolarizzazione	4
L'acceleratore finanziario	5
(In)efficienza del mercato	6
Lo scoppio della crisi ed il decisivo intervento pubblico	7
1.2 La crisi dei debiti sovrani	9
Tra l'incudine ed il martello.....	9
Un'Europa a due velocità	10
Il circolo vizioso	11
L'intervento della BCE	12
Capitolo secondo, caratteristiche dei sistemi monetari e il Monetary Financing.....	15
2.1 Descrizione generale	15
Il Monetary Financing.....	15
Una definizione di moneta e la teoria quantitativa della moneta	16
La quantità di moneta nelle economie moderne.....	17
La creazione di moneta da parte del sistema bancario.....	17
L'Helicopter Money	19
Un approccio Bottom-up.....	20
2.2 Presupposti per il Monetary Financing	22
L'aumento della domanda aggregata.....	22
L'evoluzione dei salari in Europa	22
Il timing dei prezzi	23
L'over-leveraging	23
2.3 Precedenti storici.....	24
Monetary Financing ed inflazione	24
Il caso canadese.....	25
Cause d'inflazione diverse dal MF	26
Il MF nelle economie emergenti	27
La nascita delle Banche Centrali nelle ex-colonie britanniche	27
Capitolo terzo, Confronto dell'efficacia del Monetary Financing rispetto ad altri strumenti.....	29
3.1 Monetary Financing vs politica fiscale espansiva finanziata con debito.....	29

3.2 Monetary Financing vs politica monetaria ultra-espansiva	31
Banche centrali ed aumento di offerta di moneta	31
Inefficacia della trasmissione della politica monetaria	32
Tassi negativi	33
Il canale delle aspettative.....	33
3.3 Monetary Financing vs politica fiscale espansiva finanziata con debito e politica monetaria ultra-espansiva	34
Capitolo quarto, criticità del Monetary Financing	36
4.1 Come contenere le spinte inflazionistiche	36
Il New Macroeconomic Consensus	36
È il Monetary Financing effettivamente inflazionario?	36
I costi reali dell'inflazione.....	37
Le aspettative riguardo l'inflazione che il MF potrebbe generare	37
Il ruolo settore bancario	38
Il rischio politico	39
La situazione contingente.....	39
Capitolo quinto, instabilità finanziaria e crescita, il ruolo del Monetary Financing.....	40
5.1 Il cigno nero	40
5.2 Il sovra-indebitamento del settore privato e pubblico	41
La sostenibilità finanziaria in Europa.....	41
5.3 Il rischio di una stagnazione secolare dovuta a squilibri della situazione debitoria di intere nazioni	43
Appendice, Risultati grafici del modello di Jordi Galí (The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus, 2016).....	46
Riferimenti Bibliografici.....	60

Capitolo primo, la doppia crisi.

Nel 2008 è iniziata una recessione globale paragonabile per durata e forza alla grande depressione avvenuta negli anni 30' del secolo scorso. Entrambe le crisi hanno avuto origine negli Stati Uniti d'America. Tuttavia, mentre durante la prima crisi, a soffrirne maggiormente, sono stati proprio gli USA, a seguito della seconda, a pagare il prezzo più alto è stata l'eurozona. Le cause scatenanti della crisi finanziaria globale gli interventi delle istituzioni nell'eurozona e negli USA sono proposti ed analizzati in questo capitolo.

1.1 Le cause della crisi finanziaria globale

Le cause della crisi possono essere molteplici ma è emerso un consenso su alcuni aspetti essenziali e su determinate operazioni svolte da determinati soggetti che hanno concorso in maniera decisiva allo scoppio della crisi finanziaria globale. È riconosciuto che le grandi aziende del settore finanziario, la maggior parte delle quali con sede negli USA, hanno condotto una cattiva gestione del rischio che ha portato alla crisi finanziaria globale. In particolare, il non aver previsto l'implosione della bolla del mercato immobiliare ha causato importanti perdite e, in ultima analisi, una profonda crisi di liquidità sui principali mercati finanziari, portandoli vicini al collasso. La creazione della bolla immobiliare può essere ricondotta all'erogazione di una quantità eccessiva di mutui sub-prime successivamente sottoposti a processi di cartolarizzazione. Questi due elementi combinati hanno creato una miscela esplosiva: la rischiosità è una caratteristica intrinseca dei mutui sub-prime e le cartolarizzazioni hanno permesso di erogarne una quantità sconsiderata. Diverse responsabilità sono dunque attribuibili non solo ai soggetti, quali famiglie e imprese, che non hanno fatto un uso consapevole e responsabile del credito erogato, ma anche agli istituti finanziari che hanno concesso una così grande quantità di credito a soggetti a così alto rischio di insolvenza. A livello accademico è riconosciuto che la bolla fu creata dalla pratica del cartolarizzare gli asset dell'attivo delle banche, specialmente mutui. Infatti, presso le grandi banche globali, nel periodo precedente la crisi, la pratica delle cartolarizzazioni fu così apprezzata che venne implementata su larghissima scala. Il motivo è semplice: permette di aumentare in modo esponenziale la quantità di prestiti erogabili. Ciò fa fiorire la redditività delle banche e, di conseguenza, il compenso dei loro manager. Una descrizione maggiormente analitica del processo di cartolarizzazione è presentata di seguito.

La cartolarizzazione

La cartolarizzazione è una pratica che appartiene al campo della finanza strutturata e permette di "trasformare" degli asset di piccola taglia, di solito mutui e prestiti, in denaro. Questa trasformazione avviene grazie all'intermediazione di una società veicolo, appositamente creata, conosciuta con l'acronimo SPV. Il metodo è il seguente: la banca cede un numero considerevole di asset, anche molto eterogenei tra loro, alla SPV, questi asset vengono pagati da quest'ultima piazzando obbligazioni presso il pubblico (spesso altre banche). La situazione finanziaria dei soggetti coinvolti è così riassumibile: la società veicolo

emette delle obbligazioni di valore pari a quello degli asset ceduti dalla banca, il guadagno ottenuto vendendo queste obbligazioni viene usato per ripagare la banca degli asset ceduti; infine la SPV usa i futuri cash-flow degli asset in suo possesso (prestiti e mutui) per ripagare le scadenze delle obbligazioni emesse. Dunque il rischio di insolvenza dei mutui ricade sulla SPV e, a cascata, sulle obbligazioni emesse da quest'ultima mentre la Banca, avendo ceduto questi asset, non è più esposta ad alcun rischio ma incassa della liquidità pronta per essere nuovamente investita.

Riguardo la qualità delle obbligazioni emesse dalle SPV è sorto un dibattito. Secondo alcuni le obbligazioni delle società veicolo hanno una rischiosità la cui natura è intimamente legata alla legge dei grandi numeri. Coloro che le hanno emesse hanno pensato di controllarne il rischio di default emettendone una grande quantità secondo la logica che più un campione è grande, più facile sarà prevedere il suo comportamento. Altri, invece, hanno un'opinione più critica e li considerano titoli opachi e difficili da apprezzare esattamente perché coperti, in realtà, da crediti molto eterogenei tra loro nonché alcuni erogati a soggetti che non dispongono delle necessarie garanzie a copertura del prestito.

Da una prospettiva più regolamentare le cartolarizzazioni furono intensamente utilizzate perché permettono alle banche di rendere liquide poste in bilancio di piccole dimensioni, come appunto prestiti e mutui, che altrimenti non lo sarebbero. Cioè i singoli prestiti fatti al singolo soggetto, persona fisica o azienda, non possono essere venduti, liquidati o scambiati contro moneta perché non esiste un mercato per questi crediti. Se si considera che il trasferimento delle esposizioni, poste in bilancio o asset, che dir si voglia, permette ad una generica banca di liberare capitale di vigilanza ed assolvere gli obblighi di riserva regolamentare aumentando comunque l'offerta di credito si capisce l'interesse che genera la cartolarizzazione. Cartolarizzare gli asset delle banche è necessario perché secondo gli *Accordi di Basilea* (il cui scopo è aumentare la solidità finanziaria degli istituti di credito ed in particolare delle banche), gli istituti bancari sono obbligati a rispettare un determinato rapporto *capitale-proprio/esposizioni*. Cedendo parte delle esposizioni è quindi possibile generarne di nuove usando la stessa base di capitale, cioè non vi è la necessità di procurarsi ulteriore *capitale di rischio* da investire nella banca.

Considerando che la trasformazione dei crediti in obbligazioni può essere ripetuta senza limiti, si capisce bene che le nuove esposizioni generate grazie alla cartolarizzazione delle vecchie possono essere usate come "materia prima" per nuove cartolarizzazioni, e così, nel tempo, è stato possibile generare l'enorme espansione del credito che ha alimentato la bolla immobiliare.

L'acceleratore finanziario

La dinamica che ha generato la bolla è stata esasperata dal fenomeno definito acceleratore finanziario. Quest'ultimo funziona così: i finanziamenti per l'acquisto delle case mantenevano alta la domanda di immobili facendone aumentare continuamente il prezzo,

questo spingeva le banche ad aumentare l'offerta di credito, poiché contavano di finanziare l'acquisto di un asset (immobili ad uso abitativo, in questo caso) il cui prezzo era in costante aumento e sul quale erano certi di potersi rivalere in caso di inadempienza del debitore. Tuttavia gli istituti creditizi non avevano piena contezza del fatto che il prezzo degli immobili di cui stavano finanziando l'acquisto non era un prezzo reale, cioè determinato da una domanda estranea alle dinamiche finanziarie, ma era un prezzo che cresceva soprattutto grazie alle distorsioni che l'erogazione eccessiva di credito aveva creato. Questo fenomeno, dunque, ebbe un ruolo determinante a gonfiare ulteriormente la bolla immobiliare aggravando ed espandendo gli effetti del crollo del valore delle case.

(In)efficienza del mercato

L'acceleratore finanziario, dunque, fece salire alle stelle il prezzo delle case negli Stati Uniti. Poiché il mercato non era, evidentemente, in grado di autoregolarsi, le banche prestarono grandi somme di denaro, sotto forma di mutui, a soggetti che non possedevano i requisiti patrimoniali o il reddito necessario per farsene carico ma non solo, questo denaro non sarebbe comunque servito ad aumentare il reddito perché non venne allocato in modo efficiente. Fu utile unicamente ad aumentare artificialmente la domanda di immobili non necessari in quelle quantità; molti complessi abitativi (costruiti nel periodo immediatamente precedente la crisi), subito prima dello scoppio della bolla, furono scoperti disabitati. Per queste esposizioni, rivelatesi particolarmente pericolose per la salute dei bilanci delle banche, verrà coniato il termine NINJA: no income, no job, no asset. Chiaramente anche questi mutui di bassa qualità vennero sottoposti a processi di cartolarizzazione, spesso mischiati a crediti di maggior qualità, e usati per coprire finanziariamente le obbligazioni emesse delle società veicolo. Tali obbligazioni vennero chiamate *Asset Backed Securities (ABS)* o *Mortgage Backed Securities (MBS)*.

Tali obbligazioni furono acquistate da istituti finanziari di tutto il mondo e si diffusero in maniera capillare nel tessuto finanziario globale. Gli investitori erano attratti dall'ottima valutazione (anche tripla A) fornita dalle più autorevoli agenzie di rating a questi prodotti finanziari. Un prodotto finanziario con una buona valutazione ha un prezzo elevato e dunque garantisce alle società veicolo di fare ottimi affari emettendo queste obbligazioni. Tali obbligazioni, inoltre, rendevano mediamente di più rispetto a titoli che possedevano lo stesso rating proprio perché in realtà i mutui che ne finanziavano le scadenze erano stati emessi a tassi di interesse elevati, coerentemente con la loro reale rischiosità. La loro alta valutazione era essenziale per garantire a questo sistema di essere redditizio. Infine era addirittura possibile comprare assicurazioni in caso del default di questi strumenti. Tutti queste caratteristiche hanno concorso a determinare una diffusione massiccia e capillare di questi strumenti nel sistema finanziario globale. È importante sottolineare che lo *shadow banking* ha ricoperto un ruolo di primissimo piano nel diminuire ulteriormente gli standard a cui venivano concessi i prestiti, aumentando la pericolosità di questa pratica.

Lo scoppio della crisi ed il decisivo intervento pubblico

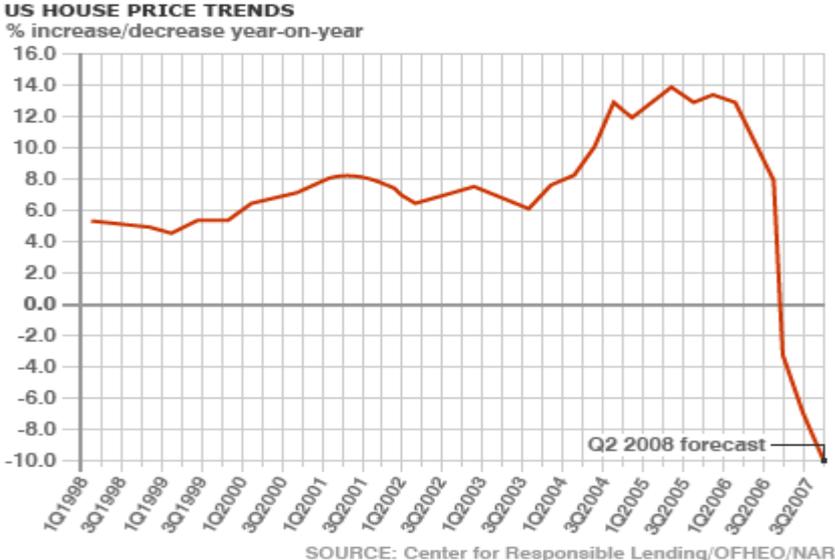
Nessuno si accorse (o non volle accorgersi) di quanto i crediti cartolarizzati che coprivano le obbligazioni valutate *investment grade* (trippla A), emesse dalle società veicolo, fossero in realtà in sofferenza, finché non esplose la bolla immobiliare e il prezzo delle case crollò. Ma la gravità della situazione fu chiara solo quando Lehman Brothers, banca di investimento che vendeva assicurazioni contro l'insolvenza di tali strumenti finanziari, fallì a causa di una crisi di liquidità. Il 15 settembre del 2008, giorno del fallimento di questa prestigiosa banca d'affari, è generalmente indicato come la data dell'inizio della crisi.

L'interconnessione dei sistemi finanziari odierni generò un effetto domino prorompente sugli altri intermediari finanziari. Il mercato interbancario smise di funzionare poiché nessuno otteneva prestiti per mancata fiducia nella solidità degli altri istituti. Nessuno conosceva la reale esposizione ai "titoli tossici" (mutui sub-prime in questo caso) degli altri operatori e chi aveva della liquidità preferiva mantenerla sotto forma di riserva per assorbire eventuali shock. Il sistema finanziario americano fu salvato solo grazie ad imponenti ed immediate iniezioni di liquidità ad opera della FED, coadiuvata dal governo federale americano, con la promessa che ve ne sarebbero state altre se necessario.

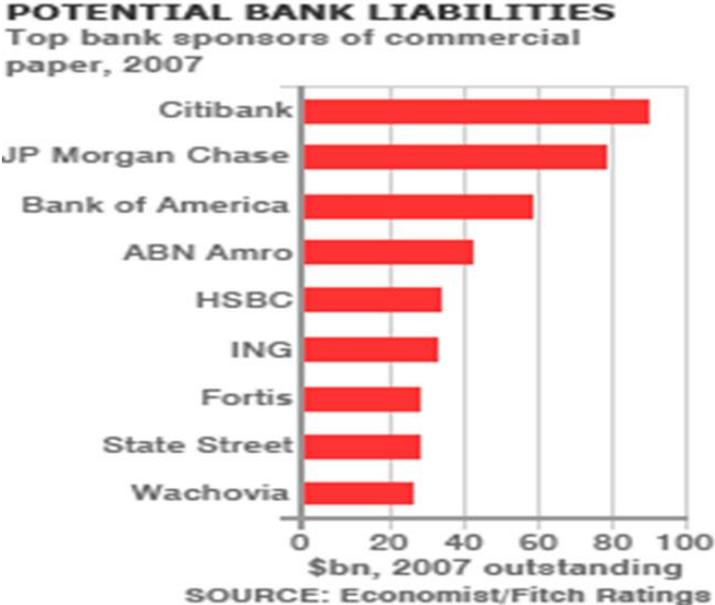
Il primo intervento fu un mega-piano di salvataggio a favore di Wall Street da 700 miliardi di dollari, chiamato TARP²¹, approvato a settembre del 2008 e finanziato dal governo americano. Successivamente a questo primo intervento si resero necessari ulteriori aiuti, di natura monetaria, per un totale di circa 7.700 miliardi di dollari di liquidità immessa dal Federal Reserve System nel sistema finanziario americano durante il periodo 2007-2009 a tassi vicini allo zero. Questi interventi consentirono alle banche ed agli altri agenti del settore finanziario di rimanere solvibili. Garantendo un'enorme quantità di liquidità a poco prezzo si evitò la corsa agli sportelli e contemporaneamente vennero alleggeriti i bilanci degli intermediari finanziari da un numero considerevole di *titoli tossici*²⁰. La crisi venne affrontata tenendo conto della sua gravità e ampiezza. La risposta immediata e decisa delle autorità in materia di politica monetaria fu determinante per evitare una recessione di proporzioni e durata ancora maggiori.

Sebbene il piano di salvataggio TARP abbia imposto al settore pubblico un deciso aumento del livello di indebitamento, questo intervento e quello della FED sono stati fondamentali nel ristabilire la fiducia nei mercati prima che la crisi potesse dilagare ulteriormente. Sotto questo punto di vista queste politiche hanno avuto senza dubbio un enorme successo. D'altra parte nel capitalismo moderno è fondamentale prendere atto della necessità di gestire i fallimenti in modo socialmente accettabile, tuttavia ciò non è stato fatto, la cattiva allocazione delle risorse a opera dei mercati finanziari è stata pagata a caro prezzo dai contribuenti. Sarebbe, in effetti, ottimale gestire questo tipo di situazioni senza generare costi per la collettività e non mancano, ad oggi, gli strumenti per raggiungere questi obiettivi. Il regime del *gold standard* è stato superato da tempo e non vi è alcuna restrizione alla quantità di moneta che è possibile immettere velocemente nell'economia per tamponare le

perdite del settore finanziario. Sebbene sorgano grandi problematiche relative al rischio morale (moral hazard), una più stringente regolamentazione sul settore finanziario tutto, e non unicamente su quello bancario, sarebbe la naturale compagna di un simile intervento. Di seguito alcuni grafici che evidenziano lo scoppio della bolla immobiliare e le conseguenti sofferenze delle più importanti banche americane.



Questo grafico evidenzia lo scoppio della bolla immobiliare, con il prezzo delle case che cala a picco dopo un periodo di crescita sostenuta.



Questo secondo grafico evidenzia invece le sofferenze bancarie successive al crollo del prezzo delle case. In sostanza le banche si sono trovate con asset (immobili) il cui valore era crollato lasciando i loro bilanci con ampie perdite a seguito delle svalutazioni.

1.2 La crisi dei debiti sovrani

Sul versante Europeo, invece, vi furono maggiori rigidità e lentezza nel rispondere alla crisi che si stava profilando dall'altra parte dell'Atlantico. Data la struttura dell'eurozona e il limitante mandato della BCE, nonché la mancata volontà politica di intraprendere azioni a riguardo, non fu possibile garantire immediate iniezioni di liquidità a livello europeo e ogni stato affrontò il problema singolarmente, a livello statale. Le dirette beneficiarie degli interventi statali furono le banche che presentavano la maggior quantità di debiti in sofferenza in bilancio. Le banche sono un settore assolutamente strategico dell'economia e sicuramente decidere di non intervenire a loro supporto avrebbe portato a un periodo di instabilità, panico e crisi molto più profondo e prolungato. Dunque alcuni paesi furono costretti ad indebitarsi per salvare le banche ma il prezzo pagato fu un eccessivo e repentino aumento del loro rapporto debito-pubblico/Pil.

Tra l'incudine ed il martello

Il repentino aumento del rapporto debito pubblico/Pil ebbe ripercussioni molto gravi e portò ad una nuova crisi: la crisi dei *debiti sovrani*²⁴. Si possono isolare due ordini di motivi per spiegare come ciò sia potuto accadere.

Il primo risiede nel fatto che, considerando congiuntamente il contesto di instabilità globale, i *mercati* dubitarono della capacità di restituzione del debito sovrano dei paesi dell'eurozona in gravi difficoltà finanziarie, in seguito definiti PIIGS¹⁸ sui media (e anche nella tesi), e pretesero tassi di interesse estremamente elevati per finanziare il loro debito pubblico. L'aumento dei tassi di interesse non solo diminuì il margine di manovra per effettuare interventi fiscali espansivi ma mise sotto seria pressione la sostenibilità finanziaria di intere nazioni. Considerando che l'eventuale default del debito pubblico statale di uno di questi paesi avrebbe messo a rischio la solvibilità delle rispettive banche nazionali, che solitamente sono quelle che posseggono grandi quantità del debito pubblico nazionale, si generò il panico tra i correntisti e i PIIGS (la Grecia in primis) subirono una vera e propria fuga di capitali¹⁷ che confluirono nei paesi meno a rischio come la Germania e i paesi nordici. Dunque, per riuscire a rifinanziare il proprio debito, i PIIGS furono costretti ad offrire rendimenti molto più alti di quanto non fosse giustificato dai rispettivi fondamentali macroeconomici mentre i paesi nei quali affluiva il denaro videro i rendimenti sui propri debiti pubblici arrivare in territorio negativo. Si vennero così a creare shock monetari asimmetrici all'interno dell'unione monetaria. Questo scenario era il più temuto dalle autorità perché fu fatto notare, già da quando si immaginava l'unione monetaria, che a tale situazione le istituzioni europee non avrebbero avuto modo di porvi rimedio con i soli strumenti previsti dai trattati. Infatti in questo frangente si evidenziarono tutte le carenze strutturali dell'eurozona ma soprattutto la mancanza di strumenti adeguati per fronteggiare la crisi di uno degli stati membri. Interminabili le discussioni sull'opportunità e sugli eventuali strumenti con cui l'eurozona avrebbe dovuto aiutare la Grecia nel 2009.

Il secondo motivo per cui è scoppiata la crisi dei debiti sovrani è che proprio a causa delle

difficoltà finanziarie dei bilanci nazionali aumentarono anche i problemi in materia fiscale, in particolare diminuì ulteriormente lo spazio di manovra per politiche fiscali anticicliche e anzi diversi paesi furono costretti ad operare tagli alla spesa.

Ricordiamo che sotto il profilo fiscale e per la sostenibilità delle finanze pubbliche gli stati membri dell'eurozona dovevano comunque rispettare i parametri del trattato di Maastricht, ulteriormente irrigiditi il 30 gennaio 2012 con il fiscal compact, proprio durante la crisi. Ai governi nazionali dei PIIGS venne negato, anche nel caso i cui vi fosse stata la possibilità, di utilizzare lo strumento fiscale per operare manovre espansive.

Un'Europa a due velocità

L'Europa si scoprì molto meno solida e compatta di quanto si era immaginata, quasi spaccata in due. Da una parte i paesi finanziariamente solidi, dall'altra i paesi mediterranei della periferia che si trovavano, invece, in gravi difficoltà. In particolare, i paesi che presentavano un elevato debito pubblico desideravano un allentamento dei vincoli di bilancio imposti dal trattato di Maastricht e una politica monetaria fortemente espansiva. Alcuni chiedevano addirittura una riprogettazione dei metodi con cui viene emesso il debito pubblico all'interno dell'eurozona²². Tuttavia le scelte di politica monetaria furono monopolizzate, almeno inizialmente, dai paesi più forti e quindi il controllo dell'inflazione e la disciplina di bilancio furono considerati, come prescritto dai trattati, assolutamente prioritari peggiorando ulteriormente le prospettive di risanamento dei paesi in difficoltà. Inevitabilmente lo spread tra il benchmark (Bund tedesco¹⁶) e i rendimenti dei titoli di stato dei paesi fortemente indebitati crebbe vertiginosamente. La struttura stessa dell'eurozona stava creando divergenza non solo a causa della mancanza di stabilizzatori automatici, come il tasso di cambio²³, ma grazie alla presenza di veri e propri **destabilizzatori automatici** previsti dai trattati che crearono la moneta unica: i famosi parametri di Maastricht. Solo per citarne uno, il rispetto del rapporto *deficit/Pil* impone, in corrispondenza di una forte contrazione del Pil dovuta alla crisi, una proporzionale contrazione della spesa pubblica, in pieno contrasto con il paradigma keynesiano, la contrazione della spesa pubblica fa diminuire Pil creando pessimismo e peggiorando l'appetibilità dei progetti di investimento in quella nazione.

Di questa situazione si avvantaggiarono i paesi che avevano condotto politiche economiche osservando rigidamente la disciplina di bilancio. Questi paesi, generalmente indicati come i paesi nordici, ottennero di imporre alla Grecia, il paese maggiormente in crisi, attraverso le istituzioni europee, riforme dal dubbio vantaggio per la sua economia²⁷ nonché una verticale diminuzione della spesa pubblica destinata all'assistenza sociale diminuendo di molto la qualità della vita dei cittadini greci, in cambio offrirono gli aiuti finanziari necessari ad evitare il default. A queste difficoltà si aggiunse che i paesi in difficoltà finanziarie subirono un'emorragia di capitali, i quali fuggivano dal possibile default del debito pubblico dei paesi di provenienza. Tale default avrebbe, infatti, avuto ripercussioni gravissime sul sistema bancario nazionale e, di conseguenza, sui conti correnti dei cittadini.

Il circolo vizioso

Poiché gli interventi delle istituzioni europee non furono né repentini né efficaci, iniziò una seconda crisi, di matrice europea, chiamata crisi dei debiti sovrani. I paesi colpiti furono quelli più indebitanti ma la loro difficoltà fecero entrare in recessione gran parte dei partner dell'unione europea. I mercati, infatti, non rassicurati dalle istituzioni, imposero tassi di interesse molto maggiori di quelli richiesti fino ad allora per finanziare i deficit (e anche il debito pubblico per i paesi costretti a finanziare con il deficit anche la spesa per interessi passivi) degli stati in difficoltà e diedero così inizio ad un circolo vizioso per le finanze degli stati in difficoltà così riassumibile: aumentando il costo del finanziamento, aumentava lo stock di debito, peggiorava la situazione finanziaria e diminuiva la probabilità di restituzione del debito, questo, a sua volta, faceva aumentare il premio a rischio richiesto sui titoli di stato aumentando ulteriormente il costo del finanziamento e così via. La mancanza di un intervento immediato di salvataggio insieme ad un allentamento della politica monetaria, per salvaguardare i PIIGS perlomeno dalla speculazione, portò ad un livello di indebitamento di questi ultimi insostenibile. Si ipotizzò l'uscita della Grecia dall'eurozona e un possibile, conseguente, effetto domino sugli altri stati, decretando la fine dell'unione monetaria ed un periodo di forte incertezza e instabilità. Considerando non un'opzione questo scenario, che può essere definito catastrofico, le istituzioni europee crearono il MES (Meccanismo Europeo di Stabilità) e gli diedero il compito di prestare denaro ai paesi in difficoltà a patto che il paese implementi le riforme suggerite dalla *troika*, organismo di controllo informale costituito da rappresentanti di BCE, FMI e Commissione Europea. Tuttavia le politiche fiscali e le riforme strutturali indicate dalla *troika* per accedere ai fondi salva-stati sono di natura non-espansiva: mirano a contrarre la spesa pubblica o comunque a controllarne l'espansione. Queste politiche sono ispirate a concetti neoliberalisti che prevedono un importante ridimensionamento del ruolo dello stato nell'economia mentre si magnifica quello del mercato. Infatti, per migliorare i saldi dei bilanci statali, queste riforme agiscono attraverso il *meccanismo della fiducia*: si cerca di dare un segnale di rigore e responsabilità agli investitori internazionali aumentando la disciplina di bilancio, quindi diminuendo le spese come gli ammortizzatori sociali e gli stipendi dei dipendenti pubblici o aumentando le tasse come successo in Italia con l'IMU²⁵; a questo punto gli investitori, colpiti positivamente dalla responsabilità con cui vengono gestite le finanze nazionali, dovrebbero essere disposti a diminuire i tassi di interesse richiesti sui titoli di stato. Queste politiche, grazie al meccanismo appena descritto, dovrebbero creare le condizioni adatte ad iniziare un percorso virtuoso, simmetricamente opposto a quello vizioso precedentemente descritto, che mira a diminuire lo stock di debito pubblico. Tuttavia sono risultate inefficaci, se non addirittura dannose. Sebbene le riforme strutturali e la disciplina di bilancio richiesta dell'UE sono assolutamente indispensabili per raggiungere una migliore integrazione all'interno dell'UE e hanno effetti benefici nel medio-lungo periodo, nel breve, risultano recessive e, nel caso in esame, hanno avuto unicamente l'effetto di accentuare la dinamica recessiva precedentemente descritta poiché hanno generato sfiducia negli investitori a causa della

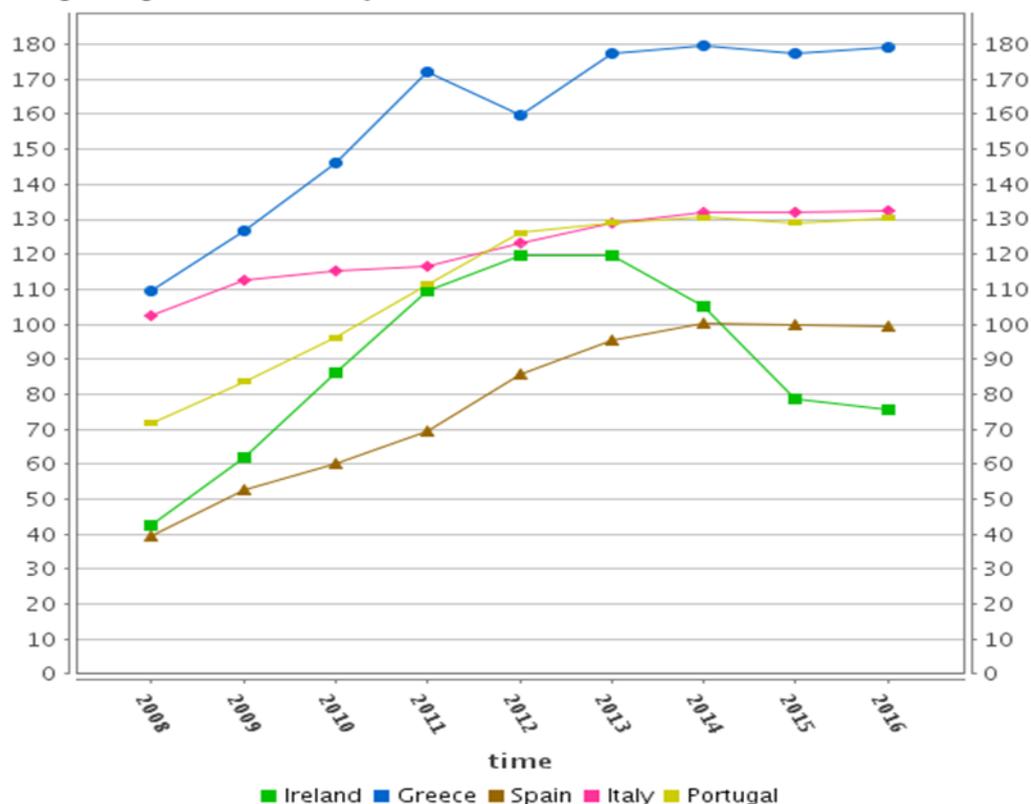
caduta del Pil delle nazioni interessate da questi interventi. Il risultato è stato un aumento dei tassi di indebitamento e, in ultima analisi, un peggioramento delle prospettive di sostenibilità del debito pubblico.

Nulla venne fatto per porre rimedio alla carenza cronica di domanda aggregata causata dai processi di *deleveraging* che si sono resi necessari sia nel settore privato quanto in quello pubblico. Il *deleveraging* è in piena controtendenza rispetto a ciò che succedeva prima della crisi, quando, invece, i consumi e la domanda aggregata erano tenuti a galla dall'indebitamento, specialmente in quelle nazioni con ampi deficit della bilancia dei pagamenti come gli USA, o quelli con un eccessivo debito pubblico e/o privato come, appunto, i PIIGS. Emerge che la strada scelta per rimettere in moto l'economia dell'eurozona è quella di aggiustare il deficit delle partite correnti dei paesi in crisi attraverso le recessioni (che causano una caduta delle esportazioni) e una diminuzione dei salari (per portare a una svalutazione competitiva reale e migliorare le esportazioni), va considerato che la strada scelta per perseguire questo obiettivo è, senza dubbio, dolorosa e dall'alto costo politico.

L'intervento della BCE

Constatando l'inefficacia dei rimedi proposti fino allora, il neo eletto presidente della BCE, Mario Draghi, decise di intervenire e di usare tutti gli strumenti a sua disposizione, citando testualmente: "*what ever it takes*", per aiutare la ripresa, salvare l'euro e contrastare le ormai inevitabili tendenze deflazionistiche presenti in Europa. Fu implementata una politica monetaria ultra-espansiva attraverso vari strumenti tra cui: l'abbassamento dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e marginali, l'implementazione di strumenti di politica monetaria non convenzionali quali le *outright monetary transaction* che permettono alla banca centrale di comprare titoli di debito pubblico, le *long term refinancing operation* che sono operazioni di rifinanziamento principali ma con una durata maggiore e politiche di *full-allotment* delle richieste di rifinanziamento delle banche. Queste politiche hanno senza dubbio alleggerito il fardello del debito pubblico per molti stati; hanno permesso, in concomitanza con le riforme europee, di abbassare il costo del servizio del debito. La Grecia, tuttavia, ne è rimasta esclusa. Data la sua situazione particolarmente critica, non ha potuto beneficiare del QE (Quantitative Easing) voluto da Mario Draghi. Tuttavia questa decisa azione da parte della BCE nel voler creare le condizioni monetarie più accomodanti possibili per aiutare la ripresa non è stata sufficiente a rilanciare la crescita nel vecchio continente, fornendo i presupposti per una duplice riflessione. La prima, che non verrà trattata in questa tesi, riguarda la natura, passeggera o secolare, del periodo di stagnazione economica che stiamo vivendo. La seconda, invece, verte sulla questione se le autorità hanno già fatto tutto il possibile per rilanciare la crescita o se esistano strumenti o operazioni di carattere monetario non ancora usate che possano risultare efficaci.

General government gross debt
 % of GDP and million EUR
 Percentage of gross domestic product (GDP)



Source of Data Eurostat

Last update: 28.06.2017

Date of extraction: 18 Jul 2017 13:46:46 CEST

Hyperlink to the graph: <http://ec.europa.eu/eurostat/eurostat/tgm./drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsdde410&toolbox=legend>

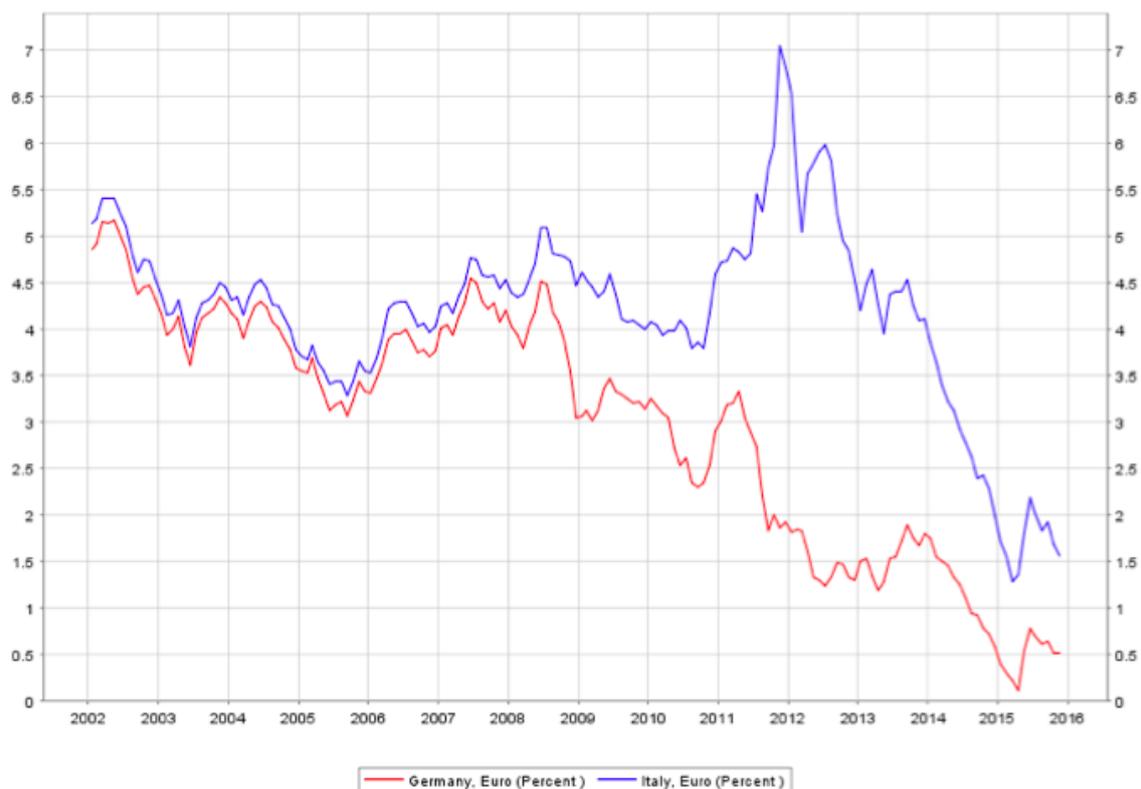
Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible. Graphic included

General Disclaimer of the EC website: http://ec.europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: The indicator is defined (in the Maastricht Treaty) as consolidated general government gross debt at nominal (face) value, outstanding at the end of the year in the following categories of government liabilities (as defined in ESA 2010): currency and deposits, debt securities and loans. The general government sector comprises the subsectors: central government, state government, local government and social security funds.

Code: tsdde410

Questo grafico illustra la dinamica del debito rispetto al Pil dei paesi europei più colpiti dalla crisi dei debiti sovrani.



Fonte: BCE

Come si può notare dal grafico, in pochi anni la differenza tra i rendimenti dei titoli di stato decennali italiani e tedeschi è aumentata notevolmente. Il periodo in cui questa differenza ha cominciato ad accentuarsi è circa a metà del 2008, periodo dell'inizio della crisi dei debiti sovrani, in cui i capitali fuggivano dai mercati mediterranei per ripiegare sui titoli del debito pubblico tedesco. Si nota che nel periodo precedente il differenziale era molto piccolo, ed è importante notare anche che tale differenza, accentuatasi durante la crisi, sia diminuita dopo l'inizio del QE.

Questo ha comportato un deciso aumento del livello del debito pubblico italiano come dimostrato dal sottostante grafico.

Tabella 1: prospetto sul debito pubblico italiano, 2008-2014 (dati in milioni di €)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DEBITO PUBBLICO	€ 1.671.127	€ 1.769.771	€ 1.851.213	€ 1.907.479	€ 1.989.421	€ 2.069.692	€ 2.135.902
Titoli di Stato	€ 1.356.208	€ 1.446.133	€ 1.526.334	€ 1.586.741	€ 1.638.724	€ 1.722.705	€ 1.782.233
di cui BTP	€ 823.706	€ 906.302	€ 992.692	€ 1.054.675	€ 1.094.496	€ 1.123.665	€ 1.204.124
di cui BTP 10 anni	€ 326.861	€ 337.562	€ 366.645	€ 387.078	€ 422.843	€ 419.099	€ 430.231

Fonti: nostra elaborazione su dati MEF e Banca d'Italia

Capitolo secondo, caratteristiche dei sistemi monetari e il Monetary Financing.

2.1 Descrizione generale

In questo paragrafo verrà descritto il Monetary Financing evidenziando il contesto monetario attuale e definendo il ruolo che esso dovrebbe ricoprire al suo interno. Verranno esposte le caratteristiche del MF evidenziando le differenze rispetto ad altre politiche di espansione della massa monetaria e facendo frequenti collegamenti con la situazione economica e monetaria contingente.

Il Monetary Financing

Il termine Monetary Financing (MF) si riferisce ad un particolare metodo per creare nuova moneta a corso legale in un paese. Questo metodo si distingue dai metodi attualmente usati in quanto in corrispondenza della creazione di moneta non viene creato come contropartita un debito, o meglio, non si è tenuti a restituirlo. La moneta creata con il MF sarà semplicemente nuova base monetaria, pronta per essere immessa come attività nel circuito economico-finanziario. Specifichiamo fin da subito che, nel processo di creazione della moneta ortodossa, la creazione del corrispondente debito è giustificata da ragioni che potrebbero anche oltrepassare la sfera prettamente economico-utilitaristica sfociando in ragioni etiche, ma, senza divagare ulteriormente, puntualizziamo che da un punto di vista pragmatico la creazione del corrispondente debito è giustificata dalla necessità di preservare il valore della moneta evitando di generare spirali inflazionistiche. Proprio da queste ultime prendono le mosse le principali critiche rivolte al MF che verranno trattate nel Capitolo Quarto.

In relazione alla recente crisi finanziaria, nel mondo accademico, si è riaperto il dibattito riguardo la possibilità di usare il MF quando le condizioni economiche sono particolarmente difficili come in presenza della trappola della liquidità. L'accademico Adair Turner, ex Chairman del FSA (Financial Services Authority, UK) è uno dei più strenui promotori del MF e in un recente paper (Turner 2015) descrive vari modi in cui governo e Banca Centrale possono creare in concerto un'importante espansione della massa monetaria attraverso, appunto, il Monetary Financing. Per citarne alcuni, la BC (Banca Centrale) potrebbe creare del credito nel conto corrente del governo presso la banca centrale stessa o potrebbe creare del credito nei conti correnti dei privati cittadini presso le banche commerciali; oppure la BC potrebbe comprare il debito emesso dal governo per poi convertirlo in asset senza interessi non redimibile, cioè non riacquistabile dal settore privato. Un altro metodo ancora è che il governo emetta debito che la Banca Centrale compra e che diventa oggetto di un roll-over permanente, cioè viene rivenduto e ricomprato senza soluzione di continuità, restituendo comunque al governo, sotto forma di profitto da signoraggio, gli interessi che quest'ultimo le

paga sui debiti. Affinché quest'ultimo metodo sia efficace la BC deve prendere un impegno credibile a rendere il roll-over permanente. Tuttavia per prima cosa daremo una definizione di moneta e tenteremo di dare un'intuizione di ciò che comporta aumentare la quantità di moneta in un sistema economico attraverso la teoria quantitativa della moneta.

Una definizione di moneta e la teoria quantitativa della moneta

Non vi è una definizione univoca di moneta, tuttavia la più accreditata è una definizione funzionale che afferma "la moneta è ciò che la moneta fa". Le funzioni della moneta sono definite da John Hicks nella triade:

- Mezzo di pagamento
- Unità di conto e di misura
- Riserva di valore

A questa triade si aggiunge quella dei moventi della domanda di moneta:

- Movente transattivo
- Movente precauzionale
- Movente Finanziario-Speculativo

Adesso proviamo a capire a che dinamiche si va incontro quando si considera la moneta all'interno di un sistema economico dinamico usando come guida la teoria quantitativa della moneta qui presentata:

$$M = \frac{1}{V} P Y$$

Dove M è la quantità di moneta presente nel sistema economico, P il livello dei prezzi, $1/V$ l'inverso della velocità di circolazione della moneta e Y il reddito reale.

Se ragioniamo di una piccola economia chiusa che non dispone di un settore bancario e, quindi, nella quale il credito non esiste, possiamo fare alcune considerazioni di carattere generale che servono ad inquadrare meglio la questione della quantità di moneta e a far notare alcune dinamiche relative ad essa. Dall'equazione sopra, che diventa teoria quando imponiamo V costante, si possono evincere i diversi effetti a cui può portare la variazione della quantità di moneta in circolazione, e in particolare i suoi effetti sul reddito e sul livello dei prezzi. Ad una prima lettura si potrebbe desumere che un aumento della quantità di moneta disponibile porti ad un aumento dei prezzi e viceversa una sua diminuzione li abbassi. La teoria della neutralità della moneta sostiene infatti che il cambiamento della quantità di moneta ha effetto unicamente sulle variabili nominali. Di conseguenza, a seguito di un aumento esogeno di un aggregato monetario si assiste ad un conseguente aumento dei prezzi che ne annulla totalmente gli effetti in termini di maggior capacità di spesa, lasciando dunque le variabili reali inalterate. Tuttavia questa è un'analisi statica che non tiene conto dei cambiamenti che occorrono quando il sistema economico si evolve e si

espande. Infatti bisogna considerare che la teoria della neutralità della moneta è tassativamente vera solo nel caso in cui non vi possano essere espansioni del reddito *reale* e quindi della produzione. Un aumento dell'offerta di moneta potrebbe portare ad un aumento della produzione nel caso in cui, ad esempio, sia presente una elevata disoccupazione. L'aumento della quantità di base monetaria è, inoltre, *necessaria* per permettere al reddito di crescere mantenendo i prezzi inalterati. La strada alternativa è la deflazione che invece genera gravi danni al sistema economico esattamente come l'alta inflazione, con la differenza che una deflazione di piccola entità è molto più dannosa che un'inflazione di uguale entità.

La quantità di moneta nelle economie moderne

Tuttavia è ormai dimostrato da diversi studi empirici che la quantità di moneta non è la variabile decisiva né per controllare l'inflazione né tantomeno per operare manovre economico-finanziarie di natura monetaria in un mondo complesso e globalizzato come quello attuale. È dimostrato empiricamente che per operare manovre di politica monetaria sia preferibile usare strumenti indiretti, come i tassi di interesse. Attraverso questi ultimi si possono influenzare le variabili macroeconomiche, lasciando la gestione della quantità di moneta alle scelte operate dal settore bancario. Infatti, nel sistema attuale la creazione di moneta diventa semplicemente un residuo delle scelte operate dalle banche commerciali riguardo la quantità di credito che decidono di erogare al sistema economico. Dunque è l'incrocio tra la quantità di credito domandata dal sistema economico e la quantità di credito offerta dalle banche commerciali che determina la quantità di moneta creata. Ma è l'immissione di questo denaro nell'economia reale e il risultante impatto sull'allocazione delle risorse la chiave per determinare le dinamiche macroeconomiche, compresa l'inflazione. Se, ad esempio, le banche commerciali o la Banca centrale stampano e prestano miliardi di euro durante programmi come il QE ma questo denaro non entra in circolo nell'economia reale non vi sarà alcuna reazione delle variabili economiche come reddito e inflazione. Di converso, se vengono implementate politiche monetarie restrittive attraverso la vendita di titoli ma viene ritirata moneta improduttiva, tali manovre non hanno impatto sul reddito e sull'occupazione.

La creazione di moneta da parte del sistema bancario

A questo punto è il caso di esaminare il meccanismo attraverso il quale il sistema bancario genera la moneta. In generale si può dire che l'espansione della massa monetaria avviene attraverso il credito. Più nello specifico vi sono due modi in cui le banche possono espandere la quantità di moneta ed entrambi riguardano l'erogazione regolamentata del credito. Il primo: le banche detengono solo una parte dei depositi in forma liquida, disponibile per le immediate necessità dei correntisti, mentre prestano la restante parte affinché i capitali siano utilizzati in attività produttive. Grazie al prestito avviene la magia dell'aumento della moneta. Infatti quando i soldi vengono prestati dalla banca ad un agente economico, quest'ultimo depositerà a sua volta il denaro in un'altra banca, che poi provvederà a

effettuare i pagamenti in sua vece. Dunque il denaro prestato da una banca diventa deposito per un'altra che a sua volta potrà emettere un ulteriore prestito, coperto dal deposito appena effettuato, che a sua volta diventerà un deposito per un'altra banca ancora e così via, fino a raggiungere un limite definito dall'obbligo di riserva sui depositi, stabilito dalla Banca Centrale (nel caso in cui la percentuale di riserva obbligatoria sia nulla la quantità di moneta che è possibile creare è infinita). Ma non solo, il secondo metodo prevede che le banche moderne possano creare moneta espandendo il credito senza alcun limite se non quello imposto dal rapporto *capitale-proprio/esposizioni* definito numericamente dagli Accordi di Basilea. In sostanza possono creare il credito dal nulla²⁶, semplicemente accreditando elettronicamente la somma sul conto corrente designato, espandendo così la massa monetaria.

La moneta creata dalle banche, sia attraverso il moltiplicatore dei depositi sia attraverso l'espansione del credito, viene definita *inside money*, o *moneta endogena*. Il processo di espansione della massa monetaria che crea *inside money* ha il costo di aumentare l'instabilità finanziaria poiché per ogni euro di *inside money* viene creato $(1+i)$ euro di debito (con "*i*" tasso di interesse). Il debito così creato dovrà essere gestito mentre il denaro dovrà per forza essere allocato in attività fruttifere. Anche per questa ragione, cioè per il fatto che il denaro prestato viene impiegato in attività produttive (che aumentano l'output reale), l'*inside money* è considerata meno inflazionaria della *outside money* che invece viene creata attraverso il MF e il cui processo di creazione non prevede la generazione di alcun debito. Quindi, a differenza di ciò che accade con il Monetary Financing che crea moneta esogena, con il meccanismo ortodosso attualmente utilizzato viene creata *inside money*. Riassumendo, la differenza tra le due sta, appunto, nel fatto che la moneta endogena viene creata dalle banche attraverso l'erogazione di un credito con la corrispettiva creazione di un debito di pari importo o superiore, mentre quella esogena, creata attraverso il Monetary Financing, è un'attività per il sistema economico nel suo complesso ma non è una passività per nessuno.

Il modello di espansione della massa monetaria in maniera endogena risulta efficace solo in presenza di un settore pubblico e privato disposti ad indebitarsi. Tuttavia, in presenza di una crisi, risulta molto difficile riuscire ad allocare questo credito, soprattutto se il tessuto sociale è sempre più povero e non riesce a generare una domanda adeguata. In mancanza di una domanda di beni adeguata i rendimenti delle attività produttive non sono sufficienti a coprire i costi del finanziamento e dunque i progetti di investimento non vengono intrapresi. Questo costringe le autorità monetarie a ricorrere a tassi di interesse sempre più bassi per garantire l'allocazione di questo credito e provare a riavviare la crescita. Le capacità delle autorità monetarie di stimolare l'economia, tuttavia, hanno un limite. Si può affermare che le autorità monetarie finiscono le "munizioni convenzionali" quanto i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale toccano lo zero per cento, come sta avvenendo tutt'ora in Europa. La situazione nella quale gli interventi di politica monetaria non sono più

efficaci perché i tassi di interesse hanno toccato lo zero percento si definisce trappola della liquidità.

L'impossibilità di scendere sotto lo zero impone alle autorità monetarie di usare una strada alternativa che si può configurare come un aumento esponenziale della quantità di liquidità immessa nel mercato. Liquidità che, tuttavia, non trova acquirenti proprio a causa delle povere e rischiose prospettive di investimento, nonché dell'enorme massa di debito, già improduttivo, che pesa sulle spalle di istituti finanziari, banche e Stati sovrani. Considerando che attualmente non sussistono i presupposti per un aumento del livello del debito sia privato che pubblico, il Monetary Financing è l'unico strumento che ha la capacità di ottenere un aumento certo ed immediato sul reddito aumentando la capacità di spesa delle famiglie o dello stato, garantendo un aumento degli investimenti e dei relativi rendimenti che a loro volta renderebbero possibile l'uscita dalla trappola della liquidità venutasi a creare recentemente in Europa e presente ormai da anni in Giappone. Uscire dalla trappola della liquidità permetterebbe alle banche centrali di alzare i tassi di interesse senza per questo interrompere la fornitura di denaro al sistema finanziario.

Si tratta di un'operazione il cui fine è garantire la capacità di generare ricchezza da parte di un sistema sovra-indebitato andando a riequilibrare il rapporto debito/attività attraverso l'aumento della massa monetaria con lo scopo di aumentare la domanda aggregata e riavviare la crescita. Inoltre vi è anche il vantaggio di aumentare gli scambi attraverso la fornitura di mezzi di pagamento. In poche parole: si fornisce ossigeno ad un'economia **reale** soffocata da una crisi **finanziaria**.

Adair Turner, chairman del Financial Services Authority (UK), immagina il Monetary Financing per finanziare i deficit statali e lo descrive con queste parole:

“MF è una politica pensata per permettere deficit fiscali maggiori evitando il crowding out, l'equivalenza Ricardiana o la non-sostenibilità di lungo periodo del debito che invece limitano l'efficacia di una manovra fiscale espansiva finanziata tramite il debito pubblico”

(Adair Turner, The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue 2015)

Tuttavia il MF può essere usato anche per trasferire saldi monetari direttamente nei conti correnti dei cittadini. In questo caso l'operazione si definisce Helicopter drop o Helicopter money e la principale differenza rispetto al MF è che il settore pubblico non gioca alcun ruolo poiché questa operazione verrebbe condotta dalle autorità monetarie.

L'Helicopter Money

L'Helicopter Money è uno strumento non-convenzionale di politica monetaria che è stato proposto come strumento estremo di politica monetaria, nel caso in cui il QE non riesca ad essere efficace nel rilanciare l'economia. Milton Friedman menzionò l'Helicopter Money per dimostrare che la banca centrale ha sempre la possibilità di aumentare la domanda nominale di beni e servizi.

“Supponiamo adesso che un giorno un elicottero sorvoli questa comunità e lanci 1.000 dollari dal cielo, che, ovviamente, verrebbero frettolosamente raccolti dai membri della comunità. Supponiamo inoltre che tutti siano convinti che questo è un evento unico che non sarà mai più ripetuto”.

(M. Friedman, *The Optimum Quantity of Money*, 1969)

Il fine di questa operazione sta nella capacità di ottenere, attraverso la distribuzione gratuita di moneta, un immediato aumento della domanda aggregata. Questo aumento, almeno nel breve periodo, ha un effetto espansivo sul reddito. I soldi “piovuti dal cielo” verrebbero usati per aumentare i consumi, incrementare le vendite e stimolare la produzione. Tuttavia vi sono diverse complicazioni. Un requisito imprescindibile è che siano disponibili risorse fisiche inutilizzate che permettano un aumento della produzione. Ad esempio, un’elevata disoccupazione garantisce, solitamente, un ampio margine di aumento della produzione di beni e servizi. Un altro presupposto è che l’incremento della quantità di moneta così creata non generi un immediato aumento dei prezzi operato da parte delle aziende per timore di una spirale inflazionistica. Se così fosse non vi sarebbe il necessario aumento della capacità di spesa necessario a far ripartire la produzione. Se invece l’economia si trova già in uno stato di piena occupazione, non vi è motivo di stimolare ulteriormente la domanda aggregata ed inevitabilmente l’unico effetto di “Helicopter Money” sarebbe quello di generare inflazione. Inoltre non è facile calibrare la quantità di moneta che è possibile creare senza generare una spirale inflazionistica a causa degli effetti moltiplicativi della base monetaria da parte del sistema bancario.

Un approccio Bottom-up

Nel mondo moderno è possibile ottenere risultati equivalenti a quelli dell’Helicopter Money attraverso: una riduzione delle tasse, un aumento della spesa pubblica destinata agli ammortizzatori sociali o dei trasferimenti diretti sui conti correnti dei cittadini. Potrebbe essere ripetuto più volte o una volta sola, e consisterebbe nella creazione di moneta elettronica piuttosto che di carta moneta.

Il punto di forza del Monetary Financing è che, tra i vari modi in cui può essere implementato, vi è la possibilità di adottare un approccio bottom-up, come nell’Helicopter money, che permette di iniettare liquidità, non gravata da debito, direttamente nelle mani degli households (famiglie) bypassando il lungo, macchinoso e attualmente inefficace meccanismo di trasmissione tradizionale che, come abbiamo visto, prevede che il denaro circoli da un istituto finanziario all’altro fino ad arrivare all’economia reale sotto forma di prestito.

In particolare, il trasferimento diretto sui conti correnti dei cittadini è quello che maggiormente risulta interessante perché ha la caratteristica di non coinvolgere il settore pubblico. Se si evita di coinvolgere il settore pubblico in questa operazione e si relega fin dal principio la gestione di questo denaro al settore privato, si evitano tutti gli effetti collaterali

del Monetary Financing legati al ciclo elettorale, tanto temuti dai Chicago boys quando analizzarono questo strumento di politica monetaria, quindi l'Helicopter drop sarebbe uno strumento tecnocratico, se così si può definire. Dunque la quantità di denaro da immettere nei conti correnti dei privati cittadini potrebbe essere decisa solamente dalle autorità monetarie oppure potrebbe essere decisa in concerto con il settore pubblico. Inoltre tendendo presente la politica di tassi di interesse e di espansione del credito che il settore bancario e creditizio intendono adottare questi ultimi potrebbero decidere in concerto con le autorità monetarie quale sia la quantità di ottimale di moneta da creare con il Monetary Financing in modo calibrarla al meglio. Cioè creare, attraverso il MF, le condizioni che garantiscano un sviluppo equilibrato e sostenibile del mercato del credito. Si potrebbe dunque usare questo strumento per irrorare gli strati più bassi della società di denaro che verrebbe comunque velocemente assorbito dalle aziende e finirebbe, risalendo la filiera produttiva, fino alle banche. Si potrebbero così raggiungere obiettivi rilevanti per la comunità nel suo complesso facendo attenzione alle fasce più deboli della popolazione.

Il funzionamento del meccanismo attraverso il quale è possibile migliorare le performance economiche di un paese attraverso il Monetary Financing può essere illustrato facilmente. Limitandoci a ragionare in termini nominali possiamo immaginare che una determinata azienda, X, che produce beni ordinari, abbia un determinato numero di consumatori che dispongono di un salario medio di mille euro. Una percentuale variabile (a seconda delle attitudini del consumatore specifico) del salario medio viene speso per comprare beni prodotti da X. Adesso supponiamo che le autorità monetarie vogliano operare una manovra espansiva che mira ad aumentare il Pil (e dunque ad aumentare anche le vendite dell'azienda X) ma non sia in grado di svolgere il compito usando le leve di politica monetaria tradizionali quali un aumento dell'offerta di moneta (QE), accompagnata da una diminuzione dei tassi di interesse. A questo punto, per ottenere degli effetti espansivi, è possibile aumentare le disponibilità di spesa dei salariati attraverso il Monetary Financing dell'Helicopter money. L'aumento di base monetaria avrà l'effetto di aumentare le vendite e la redditività di X poiché i salariati (in caso di aumenti contenuti della paga) continuerebbero a spendere il proprio salario in modo proporzionalmente uguale. L'aumento delle vendite potrebbe indurre l'azienda ad assumere nuovo personale, investire nuove somme nell'azienda o aumentare i prezzi. Se generalizziamo la dinamica a tutte le aziende ed assegniamo uguale probabilità alle tre diverse reazioni che le aziende potrebbero avere si evince che il Monetary Financing porta ad un aumento dell'occupazione e della produzione. Ma non solo, permette anche al settore bancario di poter servire un'economia ben ossigenata, in cui poter meglio gestire l'evoluzione dei tassi di interesse a differenza della situazione di strangolamento causata dal debito in cui versa attualmente l'economia europea, in generale, ed in particolare le finanze pubbliche dei paesi mediterranei.

Escludere il settore pubblico da una manovra di questo tipo significa rinunciare al dibattito se il deficit pubblico è più o meno produttivo di un investimento privato e dunque non

preoccuparsi se sia il caso di finanziarlo facendo pagare l'imposta da inflazione ai privati cittadini. Il problema, infatti, viene risolto destinando questa capacità di spesa direttamente ai privati cittadini pronta ad essere contesa dalle aziende private. Questo approccio significa trattare il Monetary Financing come uno strumento di politica monetaria non convenzionale senza per questo mettere in discussione il tradizionale canale di creazione della moneta ma intendendo questa operazione come soluzione in presenza di crisi che deprimono la crescita e rendono il sistema ortodosso di espansione del credito non più efficace.

2.2 Presupposti per il Monetary Financing

Sebbene il MF sia ispiratore di sistemi monetari ben diversi da quelli odierni è opportuno rimanere ancorati al sistema di creazione della moneta implementato oggi ed osservare i presupposti e le implicazioni dell'uso di questo strumento. In questo capitolo i presupposti del buon funzionamento del MF nel sistema finanziario odierno.

L'aumento della domanda aggregata

Il primo presupposto affinché si renda necessario il Monetary Financing è che sia desiderabile un aumento della domanda aggregata. Ad oggi esiste un consenso internazionale che ve ne sia bisogno, non si spiegherebbero altrimenti le politiche monetarie ultra-espansive messe in atto dalle principali banche centrali del mondo occidentale nel tentativo di innescare la ripresa economica dopo la crisi finanziaria globale. D'altronde la crescita delle economie avanzate è stata particolarmente lenta nell'ultimo decennio e non accenna ad accelerare non solo a causa della crisi. Anche i paesi più performanti sono rallentati dalla situazione di stagnazione globale. Una delle cause madri della mancanza di crescita è attribuibile alla carenza di domanda di beni e servizi a livello microeconomico: le famiglie non generano sufficiente domanda di beni. Ciò è imputabile principalmente alla stagnazione dei salari e alla mancanza di fiducia che accompagna ogni crisi economica e a causa della quale le famiglie preferiscono risparmiare piuttosto che spendere, inducendo, paradossalmente, il più delle volte, ad una crisi ancora più severa. Questa crisi in particolare si sta rivelando particolarmente intensa e pervasiva di tutto il sistema economico e le normali contromisure atte ad aumentare i consumi e gli investimenti non sortiscono gli effetti sperati.

L'evoluzione dei salari in Europa

Parte fondamentale della domanda aggregata, come è stato precedentemente affermato, è il consumo delle famiglie: il livello dei salari gioca un ruolo determinante. Quindi vale la pena sottolineare come nell'eurozona, dove non c'è la possibilità di svalutare la valuta nazionale, si stia affermando un dumping salariale il cui scopo è raggiungere una svalutazione reale. Grazie a questa svalutazione reale, che passa attraverso riforme della normativa sul lavoro verso una maggiore flessibilità ed una diminuzione dei salari (materia in cui la Germania è campione), i beni prodotti in un determinato paese diventano più economici e conquistano fette maggiori dei mercati esteri migliorando la bilancia dei pagamenti. Tuttavia gli effetti

collaterali di questa strategia sono il deprimere ulteriormente la domanda interna nonché ostacolare le esportazioni dei partner commerciali. Queste politiche danneggiano sia i paesi che producono per la domanda interna sia quelli, come la Germania, che trovano nell'export il proprio punto di forza. La crescita dei salari reali è importante, rappresenta la chiave di volta delle economie capitaliste, e non possibile conciliare crescita con la stagnazione dei salari come sottolineato recentemente anche da Mario Draghi, governatore della BCE.

Il Monetary Financing inteso, in questo caso, come trasferimenti diretti di moneta da parte delle autorità monetarie alle famiglie avrà sicuramente l'effetto di aumentare la domanda aggregata proveniente dalle fasce più povere della società poiché sono quelle con una maggiore propensione al consumo.

Il *timing* dei prezzi

Un altro importante presupposto affinché il Monetary Financing sortisca i suoi effetti positivi è il *timing* della dinamica dei prezzi. Considerando che nel momento in cui la domanda di un determinato bene cresce ma l'offerta rimane costante, dunque aumenta la relatività scarsità del bene in questione, per mantenere l'equilibrio sul mercato e quindi per garantire l'uguaglianza tra domanda e offerta, si rende necessario un aumento dei prezzi a cui questi beni sono venduti. Considerando questo, affinché il Monetary Financing sia efficace nell'aumentare la domanda aggregata, è fondamentale postulare la presenza di una certa rigidità dei prezzi. Un aggiustamento immediato dei prezzi renderebbe inutile tale operazione, poiché non avrebbe luogo l'aumento della capacità di spesa. Se da una parte il settore privato ha interesse ad evitare la svalutazione dei propri prodotti a seguito dell'inflazione, che il Monetary Financing è probabile che generi, dall'altra è probabile che questo aggiustamento non avvenga come contromisura immediata al Monetary Financing ma piuttosto si presenti in un secondo momento quando il Monetary Financing sta già dispiegando i suoi effetti aumentando la domanda di beni e solo nel caso in cui si vada incontro ad una saturazione della capacità produttiva. In altri termini, se è possibile aumentare la produzione fino a soddisfare le nuove richieste non vi sarà inflazione. Sotto le assunzioni Neokeynesiane di rigidità dei prezzi è quindi possibile ottenere effetti espansivi del Pil nel breve periodo generando un aumento della domanda aggregata attraverso l'aumento di base monetaria. D'altronde, se i prezzi si adeguassero immediatamente alla quantità di moneta, non avrebbe alcun senso operare nemmeno gli interventi di politica monetaria tradizionali.

L'over-leveraging

Diversi studi hanno ipotizzato e dimostrato che l'attuale periodo di stagnazione sia dovuto all'over-leveraging dei settori privato e pubblico piuttosto che alla mancanza di investimenti a valore attuale netto positivo, soprattutto se consideriamo il livello attuale dei tassi. Sebbene indebitarsi è ormai una prerogativa imprescindibile di chiunque voglia fare impresa, alti livelli di indebitamento riducono il margine di rendimento poiché fanno aumentare il

tasso di interesse richiesto dalle banche per finanziare l'azienda sovra-indebitata nonché rendono l'equilibrio finanziario delle nazioni come delle aziende molto instabile.

Aumentando l'instabilità aumenta il pessimismo, diminuiscono gli investimenti e si assiste al fallimento a causa di mancanza di fondi anche per le imprese che stanno attraversando un periodo di debolezza ma che avrebbero prospettive di risanamento e crescita. Anche per questa ragione tutti gli sforzi delle banche centrali non hanno indotto l'aumento degli investimenti che ci si aspetterebbe ma anzi emerge sempre di più la necessità di implementare strumenti alternativi.

2.3 Precedenti storici

Vi è un'idea diffusa secondo la quale la creazione di moneta da parte del governo è vista come inevitabilmente creatrice di iperinflazione. Una spiegazione è che in molti dei casi in cui il governo si è finanziato tramite Monetary Financing aveva come obiettivo finanziare attività belliche. È noto che durante le guerre i prezzi dei beni di consumo aumentano in continuazione per l'effetto combinato dell'enorme aumento di base monetaria e dello spostamento della produzione dai beni di consumo agli armamenti.

Monetary Financing ed inflazione

Vi sono precedenti storici del finanziamento monetario che evidenziano come un uso eccessivo di questo strumento porta inevitabilmente ad un circolo vizioso così riassumibile: all'iniziale aumento di base monetaria segue un aumento dei prezzi che, a sua volta, viene affrontato stampando altra moneta e quindi generando ulteriore inflazione e così via, creando una spirale inflazionistica di difficile gestione.

Un esempio di questa dinamica è ciò che è accaduto in Francia durante la rivoluzione. Per finanziarsi, il governo rivoluzionario stampò una grande quantità di moneta cartacea chiamata *assignats*, così facendo finanziava di fatto la spesa pubblica con nuova base monetaria. Questa moneta cartacea trovava il fondamento del proprio valore nella promessa di pagamento, da parte del governo, in monete dal valore intrinseco, le uniche universalmente accettate come mezzo di pagamento e di valore certo. Gli *assignats* possono essere considerati un proto-MF almeno finché i cittadini avevano fiducia nel mantenimento delle promesse fatte dal governo. E tuttavia, sebbene le promesse non vennero mai onorate per intero, generarono comunque una violenta inflazione che si auto alimentava, infatti per far fronte all'inflazione generata dalla prima immissione di base monetaria il governò stampò altra moneta. Simile vicenda si osservò durante la Guerra d'Indipendenza americana quando il governo stampò una moneta, anch'essa cartacea, chiamata *Continental*s per finanziare la guerra contro i Britannici. Alla fine della guerra il valore reale dei *Continental*s scese ad un millesimo del valore nominale.

Iperinflazione si ebbe in Germania durante la repubblica di Weimar, costretta a pagare ingentissimi danni di guerra alle nazioni vincitrici della prima guerra mondiale: il governo stampava moneta per ripagare il debito di guerra nei confronti dei suoi stessi cittadini ed il

debito nei confronti degli stati vincitori. Il denaro si riversava incessantemente nel paese e generò una spirale inflazionistica senza precedenti che portò al collasso dell'intero sistema economico-finanziario tedesco spianando la strada all'ascesa del nazionalsocialismo. Infine, un altro caso interessante, anche se non venne usata alcuna forma di Monetary Financing, fu quello dell'Argentina, poiché il default del paese fu causato da un'inflazione incontenibile dovuta, secondo alcuni, ad un eccessivo deficit pubblico. L'Argentina ha avuto una lunga storia di alta inflazione che si è risolta nella crisi debitoria di inizio anni duemila. Il motivo scatenante della crisi fu la restituzione di un ingente debito pubblico denominato in valuta straniera. Aumentando l'inflazione, diminuiva il valore della moneta nazionale argentina scambiata sui mercati finanziari globali, generando, di fatto, la rivalutazione del debito denominato in valuta straniera e portando alla non-sostenibilità del debito che è sfociata in un vero e proprio default.

È bene specificare che i primi due casi fanno riferimento a sistemi economici non paragonabili a quelli odierni poiché gli scambi avvenivano grazie a monete dal valore intrinseco (di oro e argento). I surrogati della moneta metallica, come i *Continental*s o gli *assignats*, erano semplici promesse di pagamento in monete con le quali il governo si finanziava durante periodi particolarmente turbolenti. Dunque le monete metalliche erano le uniche ad avere valore certo mentre il valore di queste "promesse" andava molto spesso incontro a importanti svalutazioni in concomitanza con la perdita di credibilità del governo che le aveva emesse. Viceversa ogni espansione del credito si otteneva unicamente grazie a promesse di pagamento del nascente sistema bancario moderno in monete o attraverso il frazionamento dei depositi. Tuttavia il fatto che la moneta cartacea non avesse valore certo non mina la validità di questi esempi per dimostrare la dinamica attraverso la quale un'iniziale aumento della quantità di moneta ne richiede altri per far fronte all'aumento dei prezzi, fino a generare un'inflazione fuori controllo. Ma il finanziamento della spesa pubblica con nuova base monetaria non fu ben calibrato e, sia nel caso americano che in quello francese, aveva come scopo finanziare delle guerre, di conseguenza buona parte di questo denaro venne usato per finanziare la distruttiva attività bellica. Una importante considerazione deve essere fatta anche nei riguardi del caso tedesco. In Germania, durante la repubblica di Weimar, la nazione era tenuta a restituire un debito di guerra esorbitante, una somma così ingente che non trova alcuna giustificazione se non quella di voler umiliare lo stato tedesco a seguito della sconfitta in guerra. Di conseguenza venne fatto un altrettanto esorbitante uso del Monetary Financing senza tenere conto degli importanti limiti di questa pratica. È stato l'uso sconsiderato che ha portato all'iperinflazione²⁸, non il MF in sé.

Il caso canadese

Ad esempio, il Canada, nel periodo dal 1935 al 1975, grazie allo statuto particolarmente amico al governo della sua Banca Centrale, ha fatto frequente ricorso al MF per garantire l'industrializzazione del paese e diminuire lo stock di debito pubblico senza per questo

generare un'inflazione che abbia nuociuto alle sue performance economiche o al benessere dei suoi cittadini. Il Canada risulta un ottimo paragone con le economie moderne poiché ha mantenuto, per buona parte del periodo in cui è stato fatto uso del MF, un tasso di cambio non fisso. La Banca Centrale canadese ha dimostrato che il MF può contribuire a migliorare le variabili macroeconomiche senza generare inflazione. Infatti, il periodo tra i 1935 e il 1970 ha visto il Canada riprendersi velocemente dalla grande depressione, dopo la seconda guerra mondiale fare una rapida transizione verso la produzione di beni di consumo, e infine aver un periodo di 25 anni di crescita relativamente stabile. Durante questo periodo la disoccupazione fu quasi azzerata e il debito pubblico fu in costante diminuzione. La Banca centrale canadese ha giocato un ruolo chiave nel raggiungere questi successi finanziando direttamente o indirettamente il governo, controllando il mercato dei titoli del debito pubblico canadese e il mercato del credito attraverso controlli quantitativi. Per la maggior parte del periodo la Banca non fu indipendente dal governo e i suoi obiettivi primari furono la piena occupazione e la crescita piuttosto che la stabilizzazione dei prezzi. Delle considerazioni banali sono, infatti, che l'inflazione e la sua eventuale esplosione è determinata anche dalla quantità di nuova moneta che viene introdotta in un sistema economico e come essa viene utilizzata. Un utilizzo per finanziare attività produttive è meno inflazionario di uno destinato all'acquisto di beni di consumo, tuttavia ci possono essere delle eccezioni nel caso ci sia della capacità produttiva inutilizzata. In generale la quantità di moneta da creare deve essere calibrata in modo tale da aumentare la domanda aggregata e gli investimenti senza falsare le dinamiche economiche e generare un'inflazione senza controllo. Ciò è calcolabile attraverso le caratteristiche del sistema esaminato e in particolare dalla quota di risorse fisiche disponibili che è possibile rendere produttive tramite queste immissioni di moneta, facendo dunque attenzione a stimolare gli investimenti per aumentare la capacità produttiva così da non saturarla ed evitare l'inflazione.

Cause d'inflazione diverse dal MF

È stato evidenziato da diversi accademici che l'inflazione non è causata unicamente dall'aumento della domanda dei beni ma può avere anche una spiegazione che vede nella struttura del sistema economico la causa scatenate dell'aumento dei prezzi nonché da shock esterni.

Nel caso argentino, ad esempio, la concentrazione dei possedimenti di terra e le restrizioni causate dalla bilancia dei pagamenti sono stati determinanti nella crescita dell'inflazione mentre il paese si sviluppava. Infatti, l'industrializzazione che interessò il paese tolse forza lavoro all'agricoltura, da una parte ciò diminuì la produzione di cibo e dall'altra costrinse il paese ad importare beni capitali (macchinari industriali particolarmente costosi) peggiorandone la bilancia commerciale. Questi due fattori fecero aumentare il costo del cibo, che a sua volta determinò la diminuzione dei salari reali, e di conseguenza vi furono pressanti richieste da parte dei lavoratori di aumentare i salari in modo tale da poter comprare i beni di prima necessità. All'aumento dei salari, i produttori di cibo, che non

avevano la possibilità di aumentare la produzione, risposero aumentando nuovamente i prezzi costringendo i lavoratori a chiedere salari ancora più alti. Questa dinamica generò nel tempo una spirale inflazionistica causata appunto dal rincorrersi di prezzi e salari. Questa spirale non vide la fine se non nel default del paese perché non venne mai risolta strutturalmente la carenza di cibo o producendone un maggior quantitativo o importandone grazie ai ricavi delle esportazioni di beni prodotti delle industrie nascenti.

Il MF nelle economie emergenti

Ad oggi anche diversi paesi emergenti, come l'India e molti altri, fanno largo uso del Monetary Financing finanziando ampi deficit pubblici senza necessariamente generare iperinflazione o una inflazione abbastanza elevata da nuocere all'attività economica (Catao and Terrones 2005). Questa profonda differenza rispetto ai sistemi occidentali in cui il MF è esplicitamente vietato ha diversi fondamenti: le economie emergenti hanno ampi margini di crescita del Pil reale; non hanno un settore finanziario abbastanza ampio, articolato e capace di usare strumenti finanziari complessi tale da fungere autonomamente da *sistema nervoso* dell'economia, come accade invece in occidente; vi è una minore preoccupazione nei riguardi dell'aumento dell'inflazione; ma la ragione principale è che il governo ha ancora un ruolo di primissimo piano nel gestire ed indirizzare l'economia, a differenza di ciò che accade nel mondo occidentale in cui a svolgere questo ruolo, nel bene e nel male, è il libero mercato.

La nascita delle Banche Centrali nelle ex-colonie britanniche

Le motivazioni addotte dal NMC per giustificare il non utilizzo del MF è di preservare l'indipendenza della BC. Infatti tale indipendenza sarebbe essenziale per garantire la bassa inflazione e non permettere alle turbolenze politiche di interferire con la gestione della complessa e delicata politica monetaria.

Ma riguardo a questa presunta indipendenza è indicativo il fatto che in molte delle ex-colonie britanniche come il Canada, la Nuova Zelanda, l'Australia e l'India, la nascita delle banche centrali si è resa necessaria per garantire l'indipendenza monetaria dalla Banca Centrale della Gran Bretagna. Questo dimostra che il ruolo della Banca Centrale non ha come primario obiettivo unicamente questioni finanziarie e monetarie come la gestione del sistema finanziario o lo svolgimento del ruolo di prestatore di ultima istanza, ma si è costretti a riconoscere che le Banche Centrali hanno svolto storicamente un ruolo con importanti sfumature politiche e, di conseguenza, possiamo affermare che non sia importante solo l'indipendenza della BC dal potere politico ma che sia altrettanto importante da quale potere politico essa si dichiara "indipendente".

L'origine delle banche centrali adduce un motivo in più per ritenere che la sovranità monetaria da parte delle nazioni sia stata utilizzata per poter implementare il Monetary Financing. Questo potente strumento è stato usato per finanziare guerre, ricostruzioni del dopo-guerra, riduzioni del debito pubblico e, in genere, per favorire l'industrializzazione,

dimostrando come sia incredibilmente efficace ed incisivo laddove vi siano i presupposti per poterlo usare e nel caso in cui ne venga fatto un uso consapevole e responsabile.

Capitolo terzo, Confronto dell'efficacia del Monetary Financing rispetto ad altri strumenti

In questo capitolo verrà analizzata l'efficacia del Monetary Financing rispetto a quella di altri strumenti di politica monetaria. Per primo verrà analizzato il classico aumento del deficit di bilancio finanziato attraverso il debito per poi proseguire con una politica monetaria ultra-espansiva e infine confrontare gli ultimi due insieme rispetto al Monetary Financing.

3.1 Monetary Financing vs politica fiscale espansiva finanziata con debito

Una prima alternativa al Monetary Financing è finanziare il deficit pubblico attraverso l'emissione di titoli del debito pubblico. Questa politica si è dimostrata molto utile in passato e riflette il paradigma keynesiano di aumentare il deficit pubblico, e di conseguenza il debito pubblico, in funzione anticiclica, durante i periodi recessivi del ciclo economico. Sorvolando momentaneamente che questa strada non è, ad oggi, percorribile per la maggior parte degli stati dell'eurozona, considererò prima solo gli aspetti puramente tecnici.

Immaginiamo che lo stato finanzi ammortizzatori sociali e infrastrutture attraverso l'emissione di debito pubblico. In questo modo genera un impulso alla domanda aggregata che crescendo riporta in positivo il tasso di crescita del Pil della nazione: i nuovi disoccupati continuano a consumare ed a generare una domanda per le imprese produttrici mentre gli investimenti pubblici potrebbero, ad esempio, dare un forte impulso alle aziende del settore edile che assumono operai e pagano consulenze ai liberi professionisti che adesso guadagnano di più, consumano di più e spendono di più creando i presupposti per la nascita di aziende che producano nuovi servizi stimolando, in ultima analisi, la crescita economica nel suo complesso a patto che si ristabilisca l'ottimismo generalizzato e che "ripartano" i consumi di massa. In questa maniera l'intervento pubblico arresta la recessione e crea i presupposti per invertire il trend economico. Tuttavia un aumento della spesa finanziata da debito presenta un importante problema: nel caso in cui i cittadini abbiano aspettative razionali viene da loro percepita l'Equivalenza Ricardiana⁹. I cittadini che si aspettano di dover restituire il debito attraverso le tasse che verranno imposte in futuro non saranno disposti ad aumentare il proprio livello di consumo poiché non percepiranno alcun aumento della loro ricchezza *effettiva*. Il debito pubblico altro non è che una passività per tutti i cittadini di una nazione, i quali sono tenuti a restituirlo pagando le tasse. Inoltre, se a causa di una cattiva gestione finanziaria o ad una spesa improduttiva il debito pubblico dovesse diventare insostenibile per le finanze statali, il governo sarà costretto a diminuire i servizi erogati ai cittadini o ad aumentare ulteriormente le tasse, in modo da diminuire le uscite o ad aumentare le entrate. Proprio ciò che è avvenuto in Italia con le manovre fiscali. In entrambi i casi il cittadino con aspettative razionali non percepirà alcun incremento effettivo

della sua ricchezza al tempo in cui è operata la manovra fiscale, quindi non aumenterà i consumi e non genererà l'aumento di domanda aggregata che il governo vorrebbe si verificasse. Un'ipotesi più realistica è che l'equivalenza ricardiana si applichi con un grado medio di intensità, senza quindi annullare totalmente gli effetti espansivi della maggiore spesa da parte del governo e quindi riuscendo ad ottenere comunque un aumento della domanda aggregata. Tuttavia questo strumento rimarrebbe, a qualsiasi grado di non-applicazione dell'equivalenza ricardiana, assolutamente inferiore al Monetary Financing nella capacità di aumentare il Pil *reale*, come dimostrato dai risultati dal modello di Jordi Gali (2016) presente nell'appendice.

C'è anche il rischio che, considerando il mandato di controllo dell'inflazione, le Banche Centrali intraprendano politiche monetarie restrittive per deprimere l'output ed eliminare il rischio di inflazione generato dalla maggiore spesa pubblica. In questo caso si assisterebbe quindi ad un conflitto di intenti tra governo e banca centrale che si risolverebbe nel rendere inutile qualsiasi sforzo di spesa del governo. Questa dinamica viene chiamata Crowding Out.

Gli economisti Delong e Summers (2014) hanno recentemente fatto una pubblicazione in cui spiegano perché sia il caso di aumentare la domanda aggregata finanziandola attraverso il debito pubblico. Sostengono infatti che il deficit pubblico abbia un ruolo importantissimo da giocare nel far ripartire la crescita poiché il settore privato non può, da solo, affrontare la crisi. Inoltre affermano che il rischio di una stretta monetaria da parte delle banche centrali non sia ad oggi possibile viste le politiche di QE¹⁰ e considerando che il limite massimo dell'inflazione considerata accettabile (2% nell'eurozona) è lontano dall'essere raggiunto. Infine sostengono che i moltiplicatori della politica fiscale, considerando gli alti livelli di disoccupazione, siano così elevati da permettere al Pil di crescere a sufficienza per rendere trascurabili sia gli effetti di una eventuale equivalenza ricardiana sul livello dei consumi sia un aumento in termini assoluti del debito pubblico. Questa visione, sebbene assolutamente condivisibile si scontra con l'annosa questione sulla sostenibilità del debito pubblico.

Infatti, a causa dei programmi di *fiscal compact* attualmente operativi sia in Europa quanto in USA, un deciso aumento della spesa pubblica non sia, ad oggi, possibile. Questi programmi, assolutamente indispensabili per garantire la stabilità economica e garantire alle future generazioni di non dover pagare le colpe dei padri, i.e. il debito, stanno però mettendo a rischio la ripresa compromettendo altresì le prospettive di crescita futura. Se da una parte è impensabile "scaricare" l'onere del debito sulle future generazioni, dall'altra è miope rinunciare alla crescita che aiuterebbe quelle stesse future generazioni che si cerca di preservare. Il Monetary Financing è una alternativa interessante perché permette di svolgere il ruolo di un aumento del deficit di bilancio senza però aumentare il debito. Questo è possibile poiché il MF genera moneta "vergine", cioè non creata attraverso la complementare creazione di un debito. A livello nominale, dunque, sarebbe un'attività netta per la collettività proprio perché sfugge alla dinamica debitoria e quindi avrà, in ogni circostanza, l'effetto di aumentare la domanda aggregata.

3.2 Monetary Financing vs politica monetaria ultra-espansiva

Per politica monetaria ultra-espansiva si intende quell'insieme di interventi condotti dalla banca centrale volti ad aumentare l'offerta di moneta ed a manipolare il tasso di interesse al ribasso attraverso operazioni di mercato aperto, con l'obiettivo di stimolare gli investimenti e i consumi. L'insieme di queste operazioni viene generalmente chiamato QE. Diminuendo il tasso di sconto dei flussi di cassa, i.e. il tasso di interesse, aumenta sia il numero di "progetti" a VAN positivo, nonché il valore degli investimenti già in essere, l'aumento del valore di questi ultimi fa a sua volta aumentare la propensione all'investimento delle aziende tramite il meccanismo descritto dalla *q di Tobin*¹². Inoltre l'abbassamento dei tassi di interesse aumenta il valore di tutti gli asset capaci di produrre un reddito futuro grazie alla diminuzione dei tassi di sconto applicato ai cash flow previsti. In generale si osserva un *effetto ricchezza* che aumenta la propensione al consumo.

Banche centrali ed aumento di offerta di moneta

L'aumento dell'offerta di moneta viene effettuata attraverso le *operazioni di rifinanziamento principale*. Queste consistono in uno scambio di titoli contro moneta tra la Banca Centrale e un numero ristretto di banche *qualificate*. La qualifica è necessaria per assicurare che la banca commerciale rispetti i termini e i pagamenti previsti nello scambio. Le operazioni di rifinanziamento principale sono tenute ogni giorno presso la FED ed ogni settimana presso la BCE, hanno durata variabile ma non superiore ai tre mesi (in condizioni normali). Alla scadenza la Banca Centrale restituisce i titoli dati in garanzia e la banca commerciale restituisce l'importo erogato più gli interessi maturati. Chiaramente questo tipo di operazioni sono continuamente rinnovabili ma le immissioni di liquidità relative alla singola operazione sono temporanee. Ad esempio, quando una banca qualificata ha necessità di liquidità o anche quando ha interesse ad aumentare le dimensioni del proprio bilancio scambia dei titoli di *alta qualità* con il loro corrispettivo valore in moneta. Il risultato sarà un aumento della quantità di moneta in circolazione. Questi finanziamenti, continuamente rinnovati, permettono alla banca commerciale di aumentare il patrimonio di vigilanza e, di conseguenza, la quantità di credito che le è possibile erogare all'economia reale, finanziando progetti di investimento. Questa operazione, ovviamente, ha un costo per la banca che viene finanziata; il costo è rappresentato dal tasso di interesse a cui la banca centrale è disposta a concedere questi finanziamenti, in questo modo viene influenzato anche il tasso di interesse¹ a cui le banche commerciali, a loro volta, prestano denaro all'economia. In generale si può affermare che: minore è il tasso applicato dalle Banche Centrali all'offerta di liquidità, minore sarà il tasso applicato al singolo imprenditore che richiede ed eventualmente ottiene il finanziamento dalla banca commerciale.

Si osserva, oggi, che politiche monetarie ultra espansive, accompagnate da strumenti di politica monetaria non convenzionali come le OMT, sono attualmente implementate dalla BCE, ma, sebbene siano riuscite a scongiurare l'implosione della moneta unica, finora non sono riuscite a generare la crescita che ci si aspetterebbe da politiche tanto incisive.

Inefficacia della trasmissione della politica monetaria

L'inefficacia della trasmissione della politica monetaria può essere ricondotta principalmente a due motivi. Il primo è l'inefficacia della trasmissione della politica monetaria in presenza di crisi particolarmente forti e prolungate. Ad esempio, un'azienda che presenta un'elevata quantità di debiti o che più in generale presenta indici di sostenibilità finanziaria non adeguati difficilmente verrà finanziata da una banca, sia per la ragione intrinseca che l'eccessivo indebitamento riduce le garanzie a salvaguardia del prestito ma anche a causa del clima di pessimismo e recessione in cui avviene la transazione tra la banca e l'azienda. In un quadro generale negativo la banca sarà molto restia a concedere finanziamenti a soggetti non finanziariamente solidi. D'altronde, uno degli effetti più comuni delle crisi è la contrazione del mercato del credito². Il paradosso è che la decisione di non erogare i finanziamenti, nel tentativo di tutelare la propria solidità finanziaria, impedisce l'aumento degli investimenti e l'espansione della quantità di moneta in circolazione, **necessaria a tutto il sistema** nel suo complesso, compromettendo anche le imprese che si trovano in buono stato poiché prima o poi subiranno le esternalità negative dovute alla mancata espansione del mercato del credito e alle ricadute in termini di disoccupazione e di mancanza di crescita che ne derivano. Il circolo vizioso si chiude quando anche i prestiti erogati in precedenza ad aziende in salute entrano in sofferenza, appesantendo ulteriormente il bilancio degli istituti di credito. In ultima analisi, se questa dinamica si applicasse a tutti i casi, qualsiasi sforzo della Banca Centrale atto ad aumentare il credito all'economia reale sarebbe vano. I parametri per valutare le condizioni necessarie (PD)³ all'erogazione dei prestiti sono stati recentemente armonizzati in tutta l'eurozona, questa regolamentazione si inserisce nel più grande disegno volto alla creazione dell'Unione Bancaria Europea, di cui tanto si è sentita la mancanza durante la crisi. Tuttavia imporre ad ogni banca di applicare gli stessi metodi per valutare la PD di un'impresa condanna quest'ultima (nel caso in cui non dovesse raggiungere gli standard richiesti) al fallimento, poiché nessuna banca sarà disposta ad aprirle una linea di credito, amplificando le esternalità negative di cui sopra.

La seconda ragione, avanzata dall'economista Larry Summers⁴, è che stiamo attraversando un periodo di stagnazione secolare dovuta a motivi di carattere tecnologico e demografico. Questi due fattori hanno diminuito il tasso di interesse di equilibrio naturale⁸ rendendo una politica monetaria di tassi allo 0% (ZLB)¹⁵ non più stimolante e creando di fatto una trappola della liquidità in cui la politica monetaria espansiva non ha più effetto. Se, come accade oggi, la redditività delle aziende si contrae, diventa difficile individuare investimenti in grado di generare reddimenti positivi, generando una contrazione dei prestiti. Per mantenere l'equilibrio sul mercato del credito è necessaria un'ulteriore diminuzione del tasso di interesse, altrimenti sarà inevitabile la contrazione degli investimenti, essendo questi ultimi inversamente proporzionali al costo del finanziamento. Questa ragione, ben più grave della prima, spinge ancora di più a interrogarci su quali siano i metodi adeguati per gestire fenomeni di portata storica.

Tassi negativi

Si potrebbe immaginare di usare tassi negativi per eludere questo spostamento verso il basso del tasso di interesse naturale ma anche riguardo questa soluzione si presentano diversi problemi. Il primo: se i tassi fossero solo leggermente negativi non verrebbe risolto il problema relativo alla trasmissione della politica monetaria all'economia reale. Banche non disposte a prestare a determinate aziende rimarrebbero tali, viceversa aziende in salute non disposte a prendere a prestito allo 0% difficilmente saranno disposte a farlo a tassi leggermente negativi se hanno già livelli molto alti di indebitamento e stanno affrontando un processo di *deleveraging*⁵. Se invece i tassi fossero decisamente negativi, ipotizziamo -10%, si potrebbe generare un aumento incontrollato dei prestiti che genererebbe nuove bolle, creando i presupposti per una nuova crisi del tutto simile a quella precedente. Calibrare il tasso di interesse *negativo* al punto giusto è questione complessa e mai affrontata dall'economia tradizionale. Inoltre vi è un secondo problema, ben più grave: i tassi di interesse negativi non sono microfondati, cioè non trovano una spiegazione nei modelli di equilibrio generale che trattano economie monetarie⁶, si teme, quindi, che possano portare nel tessuto finanziario e creditizio odierno distorsioni ancora maggiori di quelle già presenti.

Il canale delle aspettative

Vi è tuttavia un altro canale con il quale le autorità monetarie potrebbero essere in grado di influenzare l'economia. Agisce attraverso la modifica delle aspettative del settore privato sui futuri livelli di inflazione. Nel caso in cui le Banche centrali prendano l'impegno di adottare un regime monetario di *price targeting*⁷ con l'obiettivo, appunto, di influenzare al rialzo le aspettative di inflazione, potrebbero indurre gli agenti economici a spendere più velocemente le somme di denaro attualmente lasciate improduttive. Questo metodo ha la capacità di rendere, in effetti, il tasso di interesse *reale* negativo, ciò è facilmente dimostrabile attraverso l'equazione di Fisher¹¹. La variabile critica del successo di questa strategia è la credibilità che la Banca Centrale possiede nell'essere in grado di implementare con successo il regime monetario scelto: la Banca Centrale deve essere in grado di convincere il sistema economico che gli obiettivi di *price targeting* saranno raggiunti. Se il settore privato crede alla banca centrale, aumenterà i consumi impiegando somme di denaro lasciate improduttive, altrimenti perderebbe parte del loro valore a causa dell'inflazione. Ma affinché l'inflazione si verifichi effettivamente, è necessario che un numero sufficiente di agenti economici, non solo creda alla promessa della Banca centrale, ma sappia con certezza che un numero abbastanza elevato di altri agenti ci creda. Infatti se solo pochi agenti aumentassero il loro livello di consumo, l'aumento della domanda aggregata sarebbe insufficiente a far aumentare i prezzi. Considerando che la BCE è arrivata a prestare fino a 80 miliardi di euro al mese a tassi estremamente bassi, eppure l'inflazione nell'eurozona si è fermata nel 2016 allo 0,24%, risulta, attualmente, difficile credere che sia in grado di generare l'inflazione desiderata e ancora più difficile immaginare che ci sia un numero sufficiente di agenti che vi creda. Tuttavia, nel caso in cui l'immissione di liquidità da

parte della Banca Centrale sia permanente, non ci sarebbe alcun dubbio sulla capacità di generare inflazione e dunque attivare il meccanismo sopra descritto. Immissioni permanenti di liquidità per finanziare l'economia sono il Monetary Financing.

3.3 Monetary Financing vs politica fiscale espansiva finanziata con debito e politica monetaria ultra-espansiva

A questo punto andiamo ad analizzare gli effetti di una politica di QE accompagnata da uno stimolo fiscale. Ben Bernanke, presidente del comitato dei governatori della FED dal 2006 al 2014, nel 2003 menzionò questo mix di politiche fiscali e monetarie in relazione alla stagnazione decennale giapponese. Queste le sue parole:

“Considerate ad esempio un taglio di tasse per le famiglie e le imprese che sia esplicitamente accoppiato con un aumento degli acquisti di debito governativo da parte della Banca del Giappone. Questo taglio di tasse è in effetti finanziato dalla creazione di credito”.

Se il programma QE comprende la possibilità, per la banca centrale, di acquistare titoli del debito pubblico, cioè quelle che sono definite le *“outright monetary transaction”*, allora una politica di questo tipo, sommata ad una politica fiscale espansiva finanziata con debito, diventa stimolante quanto il Monetary Financing solo nel caso in cui le OMT siano perpetue, in questo caso si parla di monetizzazione del debito. Il motivo è che l'aumento di spesa pubblica verrebbe in effetti finanziato da nuova base monetaria creata dalla Banca Centrale tramite le OMT, non dai risparmi dei cittadini investiti in titoli pubblici. Nel caso dell'eurozona, in cui non è possibile che la BCE acquisti direttamente titoli del debito pubblico nazionali, questi ultimi vengono prima venduti a soggetti terzi privati, come le banche commerciali, e vengo solo successivamente acquistati dalla banca centrale che li compra usando moneta di nuova emissione nell'ambito del programma di “espansione quantitativa”. Poiché gli interessi dovuti sul debito pubblico, di cui è adesso titolare la banca centrale, vengono restituiti al governo sotto forma di profitto da signoraggio, questa configurazione non appesantisce il bilancio statale perché non genera nuovi oneri per le finanze nazionali. Il bilancio consolidato del settore pubblico (bilancio della Banca Centrale più il bilancio statale) presenterà come nuova passività solo nuova base monetaria non soggetta a produrre interessi. Ricordiamo brevemente che questa nuova base monetaria è stata iniettata nell'economia per stimolare la domanda aggregata attraverso la spesa pubblica.

Tuttavia questa configurazione non è destinata a durare; infatti, le operazioni OMT, come le altre operazioni di mercato aperto¹³, sono di carattere temporaneo, perciò gli acquisti dei titoli del debito pubblico effettuati dalla Banca Centrale saranno ad un certo momento invertiti, cioè il settore privato dovrà riacquistare i titoli del debito pubblico posseduti dalla BC e dunque la quantità di nuova moneta in circolazione verrà ritirata. Se gli agenti

posseggono aspettative razionali non saranno disposti ad aumentare i loro consumi poiché nel momento in cui il debito pubblico verrà rivenduto al settore privato diventerà nuovamente una passività netta per il settore pubblico e quindi si applicherà l'Equivalenza Ricardiana. Se invece non hanno aspettative razionali è possibile che si verifichi effettivamente un'iniziale momento positivo ma che sarà seguito da una nuova di depressione economica provocata dalla rivendita dei titoli del debito pubblico al settore privato, che di fatto ritira la quantità di moneta creata, e dall'aumento dell'instabilità finanziaria degli stati che non possono più contare sul sostegno della BC per gestire il proprio debito.

Se invece gli acquisti dei titoli del debito pubblico da parte della Banca Centrale fossero permanenti si tratterebbe, appunto, di Monetary Financing.

Capitolo quarto, criticità del Monetary Financing

4.1 Come contenere le spinte inflazionistiche

La principale criticità relativa al Monetary Financing è, come già osservato, la sua peculiare capacità di generare inflazione. Eppure questa è una visione relativamente recente e diffusa soprattutto in Occidente.

Il New Macroeconomic Consensus

Il NMC (New Macroeconomic Consensus), affermatosi alla fine degli anni 70' del secolo scorso, indica che l'obiettivo di una buona politica monetaria debba essere il rigido controllo dell'inflazione e trova il suo fondamento nelle critiche alla conduzione della politica monetaria degli anni settanta, accusata di essere troppo accomodante e di aver dunque causato l'inflazione che interessò quel periodo, dimenticando l'altra importante fonte di inflazione che interessò le economie occidentali durante quegli anni: gli shocks petroliferi. Secondo la visione propria del NMC il denaro creato per finanziare i deficit statali risulta inevitabilmente inflazionario mentre l'inside money creata dal sistema bancario nel processo di espansione del credito no. Questo è giustificato dall'efficienza del mercato, quindi nella sua capacità di generare credito nella misura in cui lo permette l'incontro tra domanda e offerta di credito, e nella sua capacità di allocarlo in modo altrettanto efficiente. Questa visione è stata tuttavia messa in discussione a seguito della recente crisi finanziaria in cui i limiti dell'efficienza del mercato nell'allocare efficientemente il credito creato sono apparsi evidenti e hanno avuto effetti devastanti.

Un'ulteriore critica rivolta al NMC è il suo non considerare l'inflazione dei titoli azionari, che si è rivelata particolarmente alta, concentrandosi unicamente su quella dei prezzi al consumo.

È il Monetary Financing effettivamente inflazionario?

Le preoccupazioni del pubblico e dei politici riguardo alle conseguenze sull'inflazione derivanti dalla creazione di moneta da parte del governo non erano presenti nel pensiero economico fino alla "controrivoluzione" monetarista degli anni settanta ed ottanta.

J.M. Keynes, fin dai tempi della grande depressione, ha sempre fatto notare come il governo abbia la possibilità e il dovere di stampare moneta per sostenere l'economia e l'occupazione, specie nei periodi di depressione, e lamentava come la monetizzazione del debito pubblico fosse stato fatto su larga scala unicamente per finanziare le guerre.

Lerner (1943) ha invece immaginato una "finanza funzionale" sostenendo che uno stato dotato di una propria moneta a corso legale dovesse fare sistematicamente ricorso al Monetary Financing per garantire la piena occupazione e usare, per inverso, la tassazione e il debito pubblico come mezzi per riscuotere denaro dalle famiglie e dalle imprese in modo da controllare le spinte inflazionistiche piuttosto che per ottenere fondi.

Un'altra spiegazione al collegamento MF-inflazione è la seguente. Il Monetary Financing è stato usato soprattutto per finanziare gli eserciti durante periodi di guerra. Le guerre portano notoriamente alta inflazione perché la produzione si sposta sul materiale bellico e i beni di consumo scarseggiano, ciò ne fa aumentare il prezzo in concomitanza di un massiccio aumento della base monetaria usata per finanziare l'attività distruttiva bellica. Tuttavia ciò è bastato per lasciare nella mente delle persone una solida relazione di causa-effetto tra Monetary Financing e inflazione.

I costi reali dell'inflazione

I costi dell'inflazione sono molteplici e fastidiosi ma solo quando essa raggiunge le dimensioni dell'iperinflazione i suoi costi diventano veramente gravi. In generale, in condizioni di inflazione moderata, quella che resta al di sotto del 10 per cento annuo, la stima dei costi relativi è controversa e per alcuni economisti la loro entità non è particolarmente preoccupante. Se la politica monetaria è neutrale sul lungo periodo, un aumento dell'offerta di moneta non armonizzato e non sufficiente, e quindi un rallentamento dell'inflazione, può avere conseguenze sensibili sul breve periodo. In particolare, una drastica riduzione del tasso di inflazione potrebbe avere conseguenze negative sulla produzione e sull'occupazione come avvenuto negli USA verso la fine degli anni 70. L'allora governatore della FED, Paul Volcker, attraverso una contrazione dell'offerta di moneta riuscì a contrarre il tasso di inflazione, che era intorno al 10%, ma il prezzo da pagare fu alto: la disoccupazione aumentò drasticamente (maggiore del 10% nella seconda metà del 1982) e l'economia entrò in recessione.

Dunque, se da una parte una contrazione eccessiva dell'offerta di moneta può danneggiare gravemente l'economia, dall'altra un'offerta di moneta eccessiva può avere effetti altrettanto disastrosi nel caso in cui l'inflazione sfugga al controllo: l'uso del Monetary Financing deve essere attentamente calibrato. Tuttavia non vi è motivo per credere che ciò non possa essere fatto e che il Monetary Financing debba necessariamente creare una spirale inflazionistica fuori controllo. Consideriamo che un aumento di base monetaria di 10 milioni all'interno dell'eurozona non avrebbe alcun effetto sull'inflazione mentre un aumento di 100 miliardi avrebbe sicuramente effetti importanti, infine un aumento di 10000 miliardi genererebbe iperinflazione. Dunque l'aumento dell'offerta di moneta attraverso il Monetary Financing non genera necessariamente un'inflazione non controllabile e dannosa. Se l'aumento della base monetaria viene effettuato con moderazione può portare a benefici diffusi: ci sono i presupposti per evitare una spirale inflazionistica.

Le aspettative riguardo l'inflazione che il MF potrebbe generare

Oltre alle quantità di moneta creata anche le aspettative dell'inflazione generata dal Monetary Financing sono di grande importanza nel determinare gli effetti inflazionistici di questo strumento. Come evidenziato nel capitolo secondo, l'emissione di nuova base monetaria potrebbe essere un'operazione effettuata una volta soltanto o potrebbe essere

ripetuta più volte. Se gli agenti ipotizzano che vi saranno molte emissioni e che queste ultime generino inflazione potrebbero essere tentati di anticipare l'inflazione e aumentare immediatamente il livello dei prezzi rendendo inutile il Monetary Financing e facendo contrarre ulteriormente la capacità di spesa delle famiglie. Dunque il risultato sarebbe quello di generare un aumento dell'inflazione senza generare un aumento del reddito reale. In questo caso il Monetary Financing avrebbe lo stesso effetto di una previsione auto-avverante sull'inflazione senza ricadute sull'occupazione e sulla produzione. Questo infatti farebbe ricadere gli effetti di un aumento della base monetaria sui prezzi piuttosto che su variabili reali. Tuttavia non vi sono ragioni per ritenere che questo avvenga se il governo e la Banca Centrale prendo un serio impegno dichiarando che il loro obiettivo sia quello di riportare l'inflazione al livello desiderato ma non oltre e di combattere con gli strumenti a disposizione l'inflazione che ecceda quella desiderabile. Quindi gli agenti non avrebbero interesse ad aumentare i prezzi subendo l'effetto collaterale di contrarre le vendite prima ancora che vi sia effettivamente un aumento della domanda spinto unicamente dall'inflazione, altrimenti metterebbero a rischio il loro business.

Il ruolo settore bancario

La questione, inoltre, è complicata dal fatto che il sistema bancario, avendo la capacità di creare inside money abbia la capacità di aumentare esponenzialmente l'iniziale aumento di base monetaria. Perciò questo metodo è attualmente vietato nella maggioranza dei paesi sviluppati perché si teme che l'inflazione diventi incontrollabile a causa degli effetti moltiplicativi rispetto alla base monetaria generati dal sistema bancario:

$$M = \frac{1 + \gamma}{\alpha + \beta + \gamma} BM$$

Dove α , β e γ sono rispettivamente: la percentuale dei depositi che le banche detengono sotto forma di riserva libera, la percentuale sottoposta a obbligo di riserva, la percentuale che i correntisti preferiscono detenere sotto forma di circolante. M^s rappresenta l'offerta totale di moneta e BM la base monetaria, costituita da circolante e depositi. Questa equazione rappresenta analiticamente il moltiplicatore dei depositi delle banche grazie al quale a fronte di un aumento unitario di BM vi è un aumento più che proporzionale dell'offerta di moneta.

Dati $\alpha + \beta + \gamma < 1$ si può notare come, un aumento unitario della base monetaria, genera aumenti più che proporzionali dell'offerta di moneta con possibili effetti ultra-espansivi della quantità di moneta in circolazione. I primi che hanno ipotizzato il Monetary Financing (Friedman 1948, Fisher 1933, Simons 1936) hanno fatto notare che il sistema complementare al MF sia proprio un sistema di Narrow Banking. Cioè un sistema in cui il ruolo delle banche è quello di svolgere i servizi di pagamento e di sorveglianza dei depositi dei cittadini senza creare credito poiché l'economia verrebbe finanziata a sufficienza dalla nuova base monetaria.

Il governo, tuttavia, anche senza dover implementare soluzioni così radicali, anche nel caso in cui non dovesse riuscire a calibrare la quantità di moneta immessa nel sistema economico perché la creazione di inside money dovesse sfuggire al controllo, potrebbe comunque adottare, in seguito, misure per contenere l'inflazione come aumentare la riserve obbligatoria delle banche presso la Banca Centrale o alzare i tassi di interesse. Così facendo si diminuirebbe l'offerta di moneta divenuta eccessiva ma si otterrebbero comunque gli effetti benefici del MF e si uscirebbe dalla trappola della liquidità restituendo efficacia alla politica monetaria tradizionale.

Il rischio politico

È doveroso ricordare che, nel caso in cui il Monetary Financing sia diretto a finanziare il deficit statale, si vada incontro al rischio politico. Esso si riferisce all'eventualità che governi poco inclini al rigore fiscale e, a questo punto, anche monetario, usino in maniera inappropriata il potente ma pericoloso MF per accattivarsi le preferenze degli elettori aumentando il deficit pubblico in corrispondenza delle elezioni fornendo l'illusione di una maggiore ricchezza o finanziando rapporti clientelari. Tuttavia l'analisi di questo problema è demandato ad altre discipline, in questa tesi la trattazione è limitata a aspetti puramente economici e monetari del MF.

La situazione contingente

La situazione contingente è caratterizzata da economie stagnanti e (quasi) in deflazione a livello globale anche in presenza di tassi di interesse che si avvicinano allo zero. Le politiche di Quantitative Easing portate avanti sia dalla FED che dalla BCE, e perfino operazioni di outright monetary transaction (OMT) nell'eurozona, pensate per alleviare il fardello del debito pubblico sugli stati più colpiti dalla recessione, non si sono rivelati sufficienti per affrontare quello che alcuni temono possa essere un periodo di stagnazione secolare. Moneta e titoli sono diventati perfetti sostituti, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria ha esaurito tutte le sue possibili capacità di stimolare l'economia se si esclude la possibilità, ad oggi inesplorata, di finanziare a tassi negativi. Nelle economie capitaliste è noto che nel breve periodo è la domanda a trainare l'offerta mentre sul lungo è l'offerta che crea la propria domanda. La crisi finanziaria ha messo a dura prova le possibilità di spesa di intere nazioni, ha causato una importante crisi di liquidità aumentando il costo del denaro ed ha poi imposto un doloroso processo di *deleveraging* bloccando il flusso di denaro dagli istituti finanziari all'economia reale soffocandola e mettendo in difficoltà il settore pubblico quanto quello privato. L'economia ha cominciato a girare in senso contrario, recessivo, e le tradizionali politiche monetarie non sono state in grado di far fronte a queste nuove sfide di natura prettamente finanziaria. In Europa questo è dimostrato da dieci anni di stagnazione.

Capitolo quinto, instabilità finanziaria e crescita, il ruolo del Monetary Financing

Il mondo finanziario odierno è intrinsecamente instabile e scosso ciclicamente da una qualche tipo di crisi finanziaria. È interessante notare come il mondo di oggi non sia più minacciato da crisi economiche che pongono problemi di carattere fisico come una crisi di sovrapproduzione, un terremoto o la mancanza di materie prime. Oggi, a creare le crisi, sono gli squilibri commerciali, le previsioni sbagliate, le aziende sopravvalutate, lo scoppio di “bolle” finanziarie. Questo accade a causa delle imperfezioni del mercato. Il mercato azionario, ad esempio, può facilmente creare illusioni come la spropositata valutazione delle aziende tecnologiche della fine degli anni 90. Il mercato è colto da momenti di euforia ingiustificata e panico improvviso poiché soggetto al *sentiment* di chi vi opera. Non importa quanto sofisticati siano i modelli usati per la gestione del rischio e per fare previsioni sull'andamento dei titoli in borsa, il mercato è in grado di mandare in fumo un patrimonio in pochi minuti, di far fallire Lehman Brothers, antica e prestigiosa banca di affari, in pochi giorni, ma può anche finanziare un'azienda in perdita da anni, come la TESLA, e creare immense ricchezza in una manciata di secondi per chi ha avuto l'intuizione giusta.

5.1 Il cigno nero

Per esplicitare meglio queste caratteristiche del mercato introdurrò brevemente i concetti di *extremistan* e *mediocristan*, contributi di NNT (Nassim Nicholas Taleb). Il *mediocristan* è un luogo immaginario in cui gli eventi sono facili da prevedere poiché le loro probabilità possono essere facilmente calcolate attraverso la distribuzione normale, la quale ha la caratteristica di considerare altamente improbabili e a ritmi velocemente crescenti le deviazioni dalla media di una certa entità. Così facendo si considera la probabilità di determinati eventi pari a zero. Questi eventi, che NNT chiama i cigni neri, cioè le importanti deviazioni rispetto a ciò che è legittimo aspettarsi da eventi che si presume abbiano una distribuzione normale, hanno la caratteristica di sorprendere e, di conseguenza, arrecare gravi danni a chi ha impostato la sua strategia usando le probabilità della distribuzione normale (notate che la strategia di cui si parla può variare molto dal costruire un buon portafoglio di investimenti al redigere un piano di battaglia militare). Ebbene il *mediocristan* è un luogo sempre più diverso dal mondo odierno dove le deviazioni importanti dalla media sono sempre più frequenti, dove non c'è convergenza, dove i ricchi diventano sempre più ricchi e i poveri sempre più poveri. Il nostro mondo, infatti, sta diventando sempre più simile all'*extremistan*, luogo in cui i cigni neri dominano, e questo accentuerà ancora di più l'instabilità del mercato perché ne accentuerà la miopia nel prevedere gli eventi futuri, esponendo le democrazie capitaliste a turbolenze economiche sempre maggiori.

Dunque le economie capitaliste sono soggette a questo tipo di ciclicità ed eccessi e lo saranno ancora di più nel futuro. È il prezzo da pagare per le meraviglie che, nonostante

tutto, offrono. Ma proprio per questo è necessario dotare le istituzioni pubbliche di strumenti incisivi, che permettano di porre rimedio agli eccessi del mercato senza far pagare il prezzo alle famiglie e ai bilanci statali, operazione che peggiora la crisi perché genera l'aumento della disoccupazione e la contrazione del Pil. Il MF è più che mai necessario, con buona pace degli strenui critici anche di un'inflazione moderata.

5.2 Il sovra-indebitamento del settore privato e pubblico

L'aumento del debito sia privato che pubblico nel mondo occidentale è diventato un tema particolarmente importante soprattutto durante e a causa dell'ultima crisi finanziaria. Questo aumento è dovuto da una parte all'impossibilità di aumentare la base monetaria con moneta esogena, quindi vincolando la crescita economica all'indebitamento, dall'altra al comportamento delle economie emergenti che non solo hanno un grande surplus commerciale che sottrae risorse finanziarie dai paesi industrializzati costringendoli a recuperarla tramite l'indebitamento ma che anche inondano contemporaneamente il mercato dei capitali occidentale con i loro risparmi, prestandoli a tassi di interesse estremamente contenuti. Questo ha incentivato l'indebitamento privato oltre ogni oltre ragionevole livello. Si consideri che il rapporto debito/Pil in Usa è aumentato dal 150% all'inizio degli anni 80 del novecento fino al 300% del 2010.

Tuttavia non si possono certo incolpare unicamente le circostanze. Da parte del mondo occidentale vi è stato un comportamento esageratamente rilassato nei confronti di questo eccessivo indebitamento, sia pubblico che privato. Dunque la ragione principe di questo aumento insano del debito nei paesi occidentali è stata la ferma convinzione che per il mondo occidentale stava per iniziare un periodo di perpetua prosperità nel quale il prezzo degli asset come le case sarebbe continuato a crescere rendendo sostenibile questo indebitamento e dando la possibilità di continuare a rifinanziarlo perpetuamente. Questo eccessivo ottimismo ha spinto non solo ad un aumento abnorme del mercato credito ma soprattutto ha indirizzato questo denaro verso attività improduttive finendo per finanziare bolle (soprattutto immobiliari) che con il tempo sono diventate sempre più grandi e pericolose. Sottolineiamo che queste decisioni di allocazione delle risorse sono state prese dai mercati che dunque hanno fallito nell'allocare in modo efficiente le risorse messe a loro disposizione, evidenziandone tutti i propri limiti ed imperfezioni.

La sostenibilità finanziaria in Europa

La sostenibilità finanziaria è fondamentale per l'eurozona, su di essa sono stati costruiti i modelli affinché tale unione monetaria possa funzionare. L'entrata nell'eurozona ha imposto dei parametri ben definiti per la sostenibilità del debito, spingendosi fino a precisare le percentuali rispetto al Pil dei deficit e dei debiti pubblici che i membri dell'unione monetaria devono rispettare. Questo ha decretando la fine del finanziamento alle aziende private da parte del settore pubblico, accompagnato da massicce privatizzazioni delle partecipate

pubbliche. Questi avvenimenti, se da una parte hanno di fatto imposto l'arresto di un sistema che funzionava tramite l'indebitamento improduttivo, hanno, però, dato l'inizio ad un doloroso processo di *deleveraging*. Ma non solo, con il fiscal compact¹⁴ è stato definitivamente reso impossibile qualsiasi intervento fiscale anticiclico con lo scopo dichiarato di impedire ulteriori aumenti del debito.

È facile essere scettici sulle capacità di politiche così restrittive di generare una crescita solida e si è spinti a chiedersi se sia il caso di diminuire in termini assoluti la quantità di debito o se sia più importante far aumentare il Pil. Il dilemma è se concentrarsi sul numeratore o sul denominatore di questo rapporto. Considerando che una diminuzione del nominatore (il debito pubblico) può avere effetti recessivi ancora più ampi sul denominatore (il Pil) sarebbe più lungimirante rinunciare al *deleveraging* e cercare di indirizzare il credito, ma ancora meglio, moneta esogena, laddove sia sostenibile e produttiva, generando cioè investimenti produttivi. Gli interventi che hanno compresso la spesa pubblica hanno avuto effetti devastanti sul Pil e, di conseguenza, sul rapporto debito pubblico/Pil: i moltiplicatori della spesa pubblica si sono dimostrati ancora una volta di primissima importanza. La speranza di chi ha operato questi tagli risiedeva nelle riforme strutturali e nella capacità della BCE di rivitalizzare l'economia attraverso uno stimolo puramente monetario. Tuttavia è questo secondo aspetto che, più del primo, suscita una certa perplessità. Abbiamo visto che, stando alla situazione odierna, la BCE non è stata in grado di generare la ripresa a causa della difficoltà di trasmissione della politica monetaria. Dunque le politiche adottate dalla BCE, più che stimolare la crescita dell'economia, sono utili ad addolcire la dolorosa cura inflitta dalle istituzioni europee alle finanze pubbliche di diversi stati grazie alla diminuzione dei tassi di interesse. Il risultato è stato comunque un deciso aumento dei rapporti debito/Pil nelle nazioni interessate e la stagnazione in tutta l'eurozona. Questo dimostra il fallimento dei programmi che miravano a consolidare la sostenibilità finanziaria e la crescita in Europa attraverso riforme che trovano il loro fondamento in teorie neoliberiste.

Quindi, se da una parte l'intervento delle autorità europee non sortisce gli effetti sperati sul settore pubblico, dall'altra il crescente indebolimento della solidità finanziaria dei privati minaccia di generare una nuova ondata di instabilità finanziaria. Le politiche di QE per quanto benefiche per i bilanci statali potrebbero infatti agevolare la permanenza squilibri finanziari nonché generarne di nuovi (Mian and Sufi 2010; Stein 2013). Infatti, la liquidità a tassi nulli che il QE sta fornendo alle banche combinata con i rischi derivanti dall'investire in attività produttive durante la crisi, potrebbe tentare gli istituti bancari ad indirizzare questo flusso di denaro, ancora una volta, verso l'acquisto di beni immobili o asset finanziari piuttosto che in attività produttive capaci di espandere il reddito e generare una crescita solida. Vi è dunque il rischio che quando la BCE dichiarerà terminato il programma di "alleggerimento quantitativo" ci siano nuovi scossoni in campo finanziario non di second'ordine, capaci di mettere a rischio la debole crescita europea. Bisogna infatti tenere a mente che la politica di QE ha sicuramente evitato il peggio per l'eurozona ma ha altresì

manipolato in maniera profonda il tessuto creditizio europeo creando i presupposti per la stessa situazione di sovra-indebitamento che ha generato la crisi. Quando le agevolazioni del QE finiranno si dovrà fare i conti con l'economia reale. A ciò si aggiunge l'ovvia conseguenza che se il costo del denaro dovesse risalire sarebbero messe a rischio le linee di credito che invece partecipano a finanziare attività produttive nell'eurozona, le quali potrebbero essere finanziariamente sostenibili solo grazie a tassi di interesse estremamente bassi.

Il Monetary Financing, invece, seguirebbe una strada opposta rispetto a quella seguita fino ad ora. Invece di aumentare gli investimenti attraverso un ulteriore indebitamento che si spera vada a finanziare investimenti produttivi, li stimolerebbe grazie ad un deciso aumento della domanda aggregata garantito o dai moltiplicatori della spesa pubblica o dall'aumento della capacità di spesa delle famiglie. Soprattutto nel caso del finanziamento alle famiglie delle classi più povere è probabile che questo denaro finanzierebbe aziende produttive. Inoltre il MF garantirebbe una rinnovata fiducia sulla sostenibilità delle finanze dei paesi indebitati e, se ben calibrato, aumenterebbe in modo moderato l'inflazione facendo fiorire i consumi. Il finanziamento alle imprese sarebbe garantito dall'aumento della redditività che potrebbe rendere i ricavi sufficienti per l'autofinanziamento o potrebbe comunque indurre fiducia negli investitori e creditori che sarebbero disposti a, questo punto, a indebitarsi per investire nuove somme in una rivitalizzata economia reale.

5.3 Il rischio di una stagnazione secolare dovuta a squilibri della situazione debitoria di intere nazioni

La situazione debitoria a livello globale sta creando sempre maggiori dubbi sulla futura sostenibilità del debito delle nazioni interessate. Il debito è funzionale al capitalismo ma la sua dinamica può facilmente sfuggire al controllo come è accaduto durante questa crisi finanziaria. Questo è il prezzo da pagare per sostenere la crescita usando unicamente inside money. Inoltre l'interconnessione tra i sistemi economici dei diversi paesi non è mai stata maggiore e una crisi in un paese dilaga velocemente negli altri, non si può immaginare una crescita che non comprenda uno sviluppo equilibrato a livello globale. Se alcuni paesi rimangono indietro a causa della loro situazione finanziaria sono destinati a rallentare anche gli altri. Non occuparsi di questi problemi pendenti da troppo tempo significa impedire la crescita sia a breve che a lungo termine (a causa delle isteresi che si verrebbero a generare) non solo dei paesi sottosviluppati ma anche di alcuni importanti paesi sviluppati sovra-indebitati ed anche di altri ancora che si sono indebitati eccessivamente in valute estere che non controllano e che non possono svalutare.

Inoltre l'impossibilità, causata dalla mancanza di fondi delle finanze statali, di fare investimenti ad alto impatto socio-economico, tra cui quelli relativi a istruzione, trasporto e ricerca, necessari per lo sviluppo a lungo termine di interi paesi, potrebbe rallentare la crescita anche di economie attualmente performanti. Impedire alle amministrazioni pubbliche di fare investimenti a lungo termine in beni pubblici può pregiudicare il benessere

delle generazioni a venire. Gli investimenti pubblici e i servizi forniti dal settore pubblico per rimediare alle imperfezioni del mercato, come Adam Smith stesso sosteneva nel famoso libro *“La ricchezza delle nazioni”*, hanno un ruolo chiave da giocare nelle economie capitaliste perché forniscono servizi non spontaneamente generati dal mercato come i trasporti, l’istruzione pubblica e la ricerca di base. Per fare un esempio di come gli investimenti pubblici in ricerca di base (quella meno redditizia) rappresentino un importante volano di crescita facciamo notare che la tecnologia su cui si basavano i primi *iPhone* è stata sviluppata grazie a investimenti pubblici. Ma servono anche investimenti riguardanti la tutela dell’ambiente e della salute pubblica nonché le riforme per garantire una maggiore uguaglianza dei redditi, altro importante freno alla crescita come dimostrato da un recente studio del FMI¹⁹.

Già si prospetta una stagnazione secolare che porterà con ogni probabilità alla diminuzione degli standard di vita di migliaia di persone, se a ciò aggiungiamo l’incapacità di usare con flessibilità gli strumenti monetari a nostra disposizione possiamo aspettarci un futuro poco luminoso. Se vogliamo impedire che ciò avvenga è necessario trovare il modo per liberare risorse attualmente inutilizzate, di cui vi è grande abbondanza, come l’altissima disoccupazione giovanile dimostra, e permettere al settore pubblico di ogni nazione di fare gli investimenti veramente necessari al benessere di lungo periodo.

Inoltre bisogna prendere coscienza del fatto che, se il debito non è stato allocato in maniera efficiente, è inutile continuare a salassare, come medici medievali, le finanze esanimi dei debitori quanto piuttosto guardare alle prospettive che sorgono una volta che questo debito viene ristrutturato. L’Argentina, andata incontro al default nei primi anni duemila, dopo la ristrutturazione del debito sovrano eseguita seguendo norme internazionali, è cresciuta a tassi superiori all’8% annuo dimostrando che c’è vita dopo il default. Se il sistema è basato sui mercati finanziari, il cui compito è allocare nella maniera più efficiente possibile le risorse, bisogna accettare che possano sbagliare e fornire credito a chi non è in grado di gestirlo, garantendo comunque che tali sbagli non siano pagati dai contribuenti o dai correntisti quanto piuttosto vengano “perdonati” attraverso svalutazioni e ristrutturazioni. Non è utile a nessuno che situazioni di incertezza e recessione dovute alla restituzione di un debito abnorme rispetto alle possibilità di chi l’ha contratto si protraggano per troppo tempo. Bisogna accettare che, in un sistema economico in cui la dinamica debitoria è il principale volano di crescita, si preveda la possibilità di una ristrutturazione ogni qual volta ve ne sia bisogno, specialmente nel caso in cui si tratti di un debito sovrano. In America ciò è riconosciuto, infatti il capitolo XI riguardante la legge fallimentare è estremamente favorevole a coloro che dichiarano fallimento. Alternativa alla ristrutturazione del debito è il finanziamento monetario dei deficit pubblici che ha la caratteristica di alleviare il fardello pubblico facendo pagare l’imposta da inflazione in modo proporzionale ai saldi monetari detenuti dai cittadini dell’area monetaria, nonché redistribuire la ricchezza dai creditori ai debitori.

Lo strumento capace di superare le crisi debitorie e allo stesso tempo incanalare le risorse nella direzione desiderata è ancora una volta il Monetary Financing. Esso, essendo uno strumento che risponde allo stato, può essere utilizzato nel modo più scientifico e socialmente sostenibile possibile, correggendo le disfunzionalità che attanagliano la creazione del credito e che hanno portato alla crisi.

Il Monetary Financing può essere lo strumento adatto a coadiuvare le riforme imposte dall'Europa fornendo, al contempo, ai paesi in crisi, le risorse necessarie per tornare a investire senza farli soffocare dalla speculazione finanziaria internazionale e senza costringerli a indebitarsi ulteriormente. Chiaramente, usare tale strumento fuori da un contesto di elevata disoccupazione e senza una precisa strategia di investimento e risanamento dei conti pubblici è ridicolo e fine a sé stesso. È l'eurozona nella situazione contingente che, a causa della sua struttura, dei vincoli di bilancio che impone e del livello insostenibile di indebitamento di alcuni paesi, ha bisogno di una spinta alla domanda aggregata che non è stato possibile ottenere attraverso i metodi tradizionali e anche non convenzionali adottati finora. In mancanza di un'entità o un'istituzione di carattere politico in grado di influenzare le aspettative del settore privato e assicurare i mercati, spingendoli nella direzione desiderata, come è avvenuto negli USA, è auspicabile una politica di tipo bottom-up finanziando direttamente i cittadini attraverso una riduzione delle imposte finanziata con la creazione di base monetaria.

Vi è il rischio che questa operazione non abbia effetti duraturi a causa delle inadeguatezze strutturali dei singoli paesi che farebbero comunque confluire il denaro altrove, dai paesi più poveri a quelli più ricchi, è da demandarsi alle singole economie nazionali sfruttare tali risorse e tale congiuntura positiva per fare le riforme e gli investimenti in grado di assicurare una crescita stabile e duratura. Il Monetary Financing può essere solo uno strumento per migliorare le performance economiche di un sistema, ma non può generare ricchezza autonomamente.

Appendice, Risultati grafici del modello di Jordi Galí (The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus, 2016)

In questa appendice vengono presentati, solo graficamente, gli effetti macroeconomici del Monetary Financing secondo un modello elaborato da Jordi Galí. I risultati dimostrano inequivocabilmente la sua superiorità del Monetary Financing rispetto al finanziamento tramite debito.

Nel modello a cui questi grafici sono riferiti, Galí analizza l'efficacia di una politica non convenzionale: uno stimolo fiscale finanziato tramite la creazione di moneta (MF), quindi senza la necessità di aumentare lo stock di debito pubblico o di aumentare le tasse, correnti o future.

Vengono studiati separatamente due tipi di stimolo fiscale finanziato dal MF: una diminuzione (lump-sum) delle tasse e un incremento della spesa pubblica.

Per ognuno di questi interventi vengono analizzati gli effetti su diverse macrovariabili, e vengono comparati con i corrispondenti effetti di un convenzionale stimolo fiscale finanziato da debito insieme ad una politica monetaria indipendente concentrata sul mantenimento della stabilità dei prezzi.

Ognuno di questi interventi e i loro effetti sono analizzati in due diversi scenari.

Nello scenario base lo stimolo fiscale è esogeno e non siamo in presenza della trappola della liquidità (ZLB). Nello scenario alternativo lo stimolo fiscale finanziato tramite MF è considerato conseguente ad uno shock dal lato della domanda che porta il tasso di interesse naturale in territorio negativo, impedendo alla politica monetaria di stabilizzare l'output e l'inflazione a causa della trappola della liquidità.

L'obiettivo di Galí non è ottenere una analisi realistica sugli effetti quantitativi di uno stimolo fiscale finanziato da MF quanto piuttosto capire meglio le sue implicazioni qualitative.

Specialmente comparando il MF con uno stimolo fiscale finanziato in maniera più ortodossa e in presenza in presenza della trappola della liquidità.

L'analisi è condotta usando le assunzioni NeoKeynesiane: la competizione monopolistica e i prezzi rigidi. Per semplicità l'analisi è ristretta ad un'economia chiusa in assenza di accumulazione endogena di capitale.

I più importanti risultati del modello possono essere così riassunti.

In tempi normali, quando lo ZLB non è vincolante, è dimostrato che uno stimolo dello fiscale finanziato dal MF ha moltiplicatori di output molto più grandi di uno stimolo fiscale finanziato tramite debito. Il motivo principale risiede nel fatto che gli effetti differenziali si

trovano nell'espansione monetaria associata a questo tipo di intervento, che porta ad una importante risposta positiva da parte del consumo privato.

D'altra parte, uno stimolo fiscale finanziato tramite il debito non ha nessun effetto sull'attività economica (in caso di una diminuzione delle imposte) o comunque molto più piccolo rispetto al MF (nel caso di un aumento degli acquisti di governo), a causa dell'endogena risposta restrittiva della politica monetaria che accompagna un intervento di questo tipo. Riguardo al MF, un aumento degli acquisti di governo è dimostrato avere un maggiore moltiplicatore rispetto al Pil, ma un più piccolo moltiplicatore per il consumo, rispetto ad un taglio fiscale. L'analisi sottolinea il ruolo chiave delle rigidità nominali nella generazione dei risultati precedenti.

Uno stimolo tramite MF, sia un taglio fiscale che un aumento degli acquisti del governo, domina il finanziamento tramite debito per quanto riguarda il welfare.

Quindi, sia in tempi normali che sotto la trappola di liquidità, un taglio delle tasse finanziato da MF generalmente aumenta il benessere. Un aumento della spesa pubblica, anche se indirizzato all'acquisto di beni "inutili", di solito diminuisce l'utilità ma implica una perdita di benessere più piccola rispetto al caso del finanziamento tramite debito.

Sotto la trappola della liquidità, tuttavia, un aumento degli acquisti pubblici può migliorare il benessere se l'economia soffre di gravi distorsioni, con un aumento del benessere maggiore se l'aumento della spesa è finanziato tramite MF.

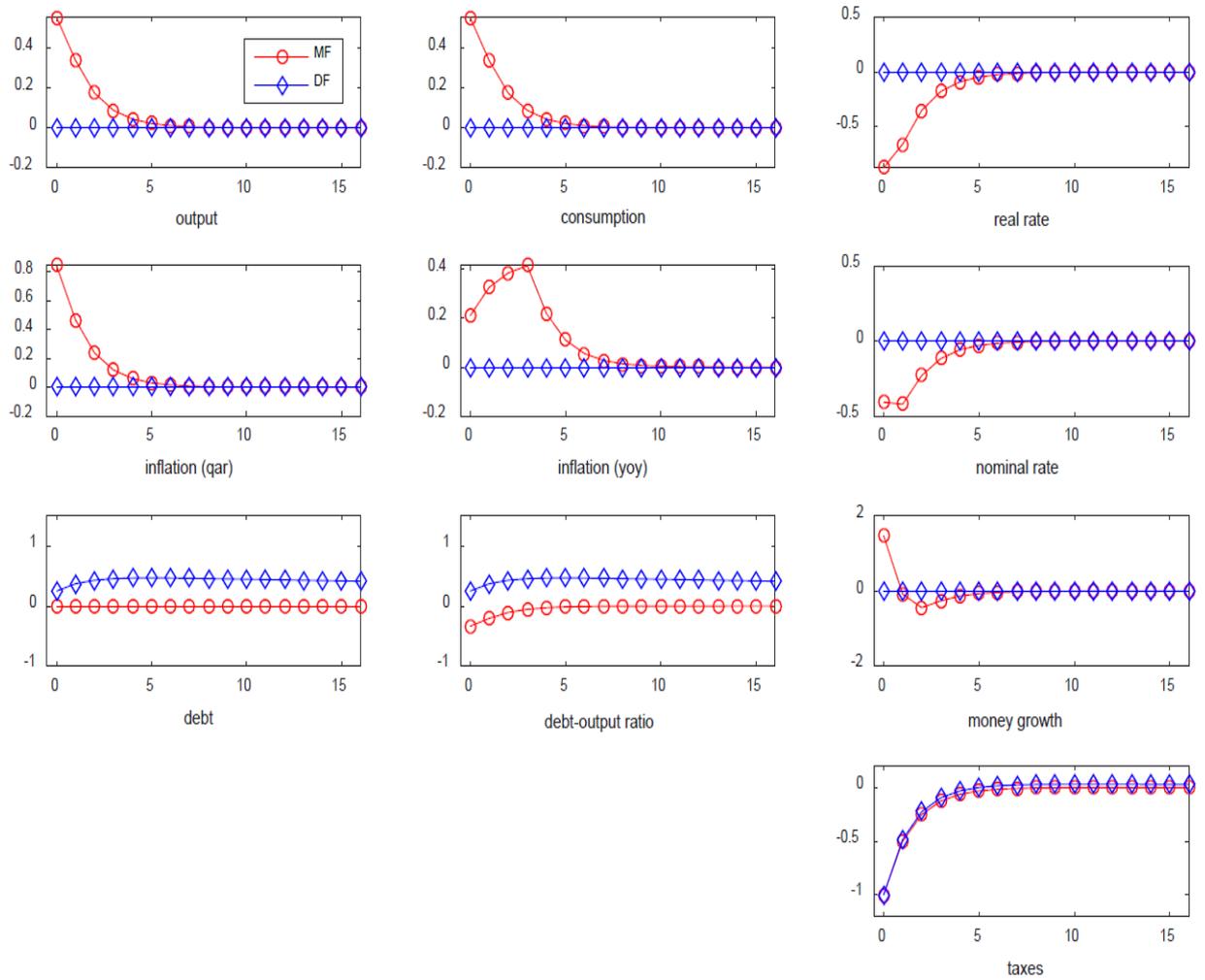


Figura 1.

Effetti dinamici di un taglio delle tasse, finanziamento da Monetary Financing vs finanziamento tramite debito.

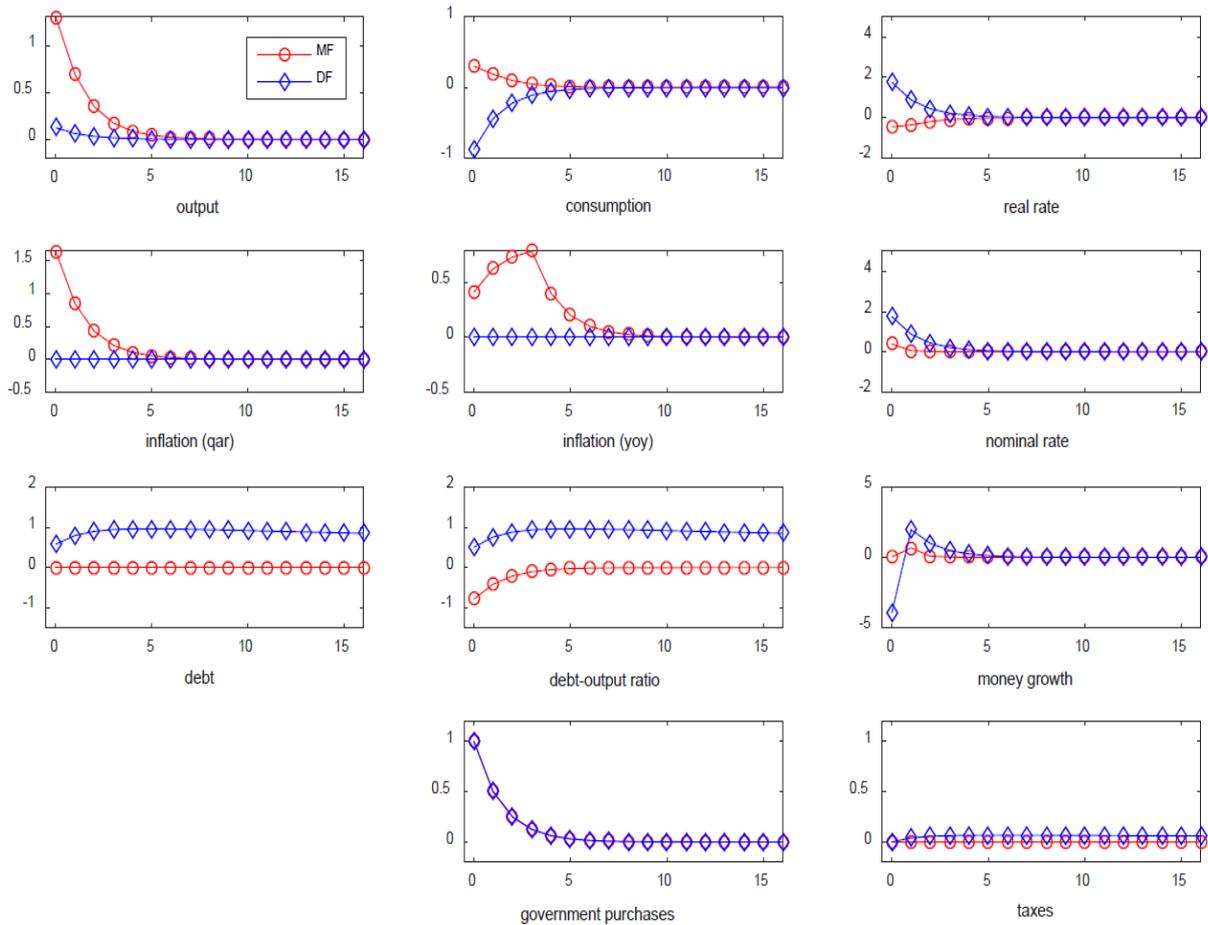


Figura2

Effetti dinamici di un incremento della spesa pubblica, finanziamento Monetary Financing vs finanziamento tramite debito

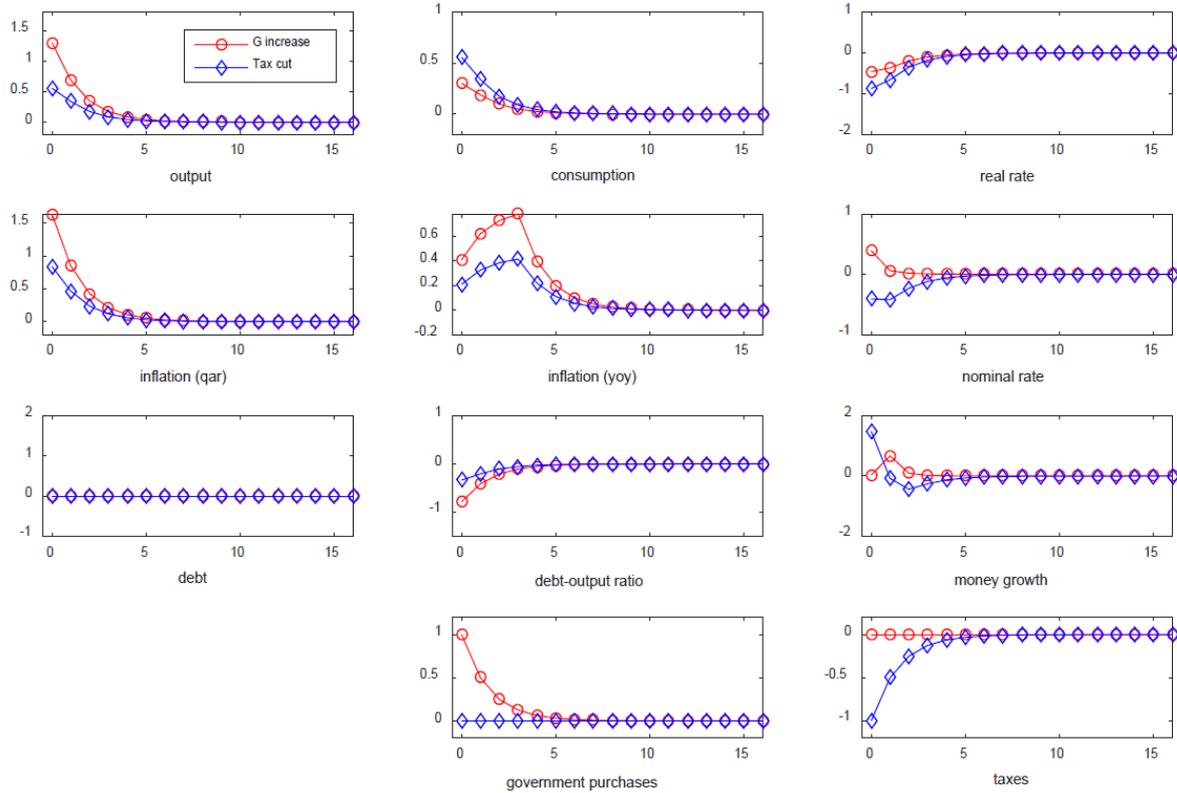


Figura 3

Effetti dinamici di uno stimolo fiscale finanziamento tramite MF vs finanziamento tramite debito.

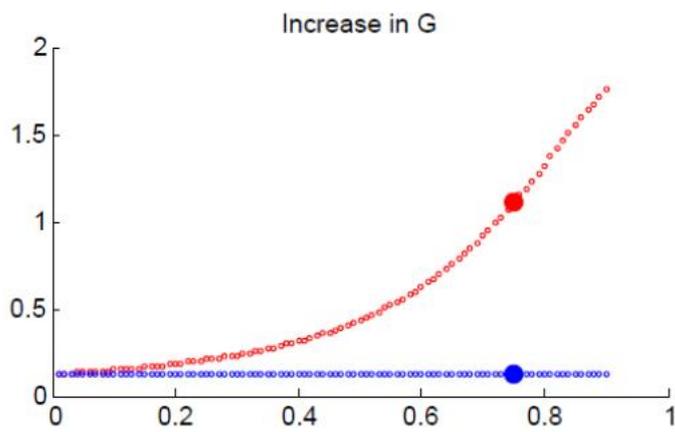
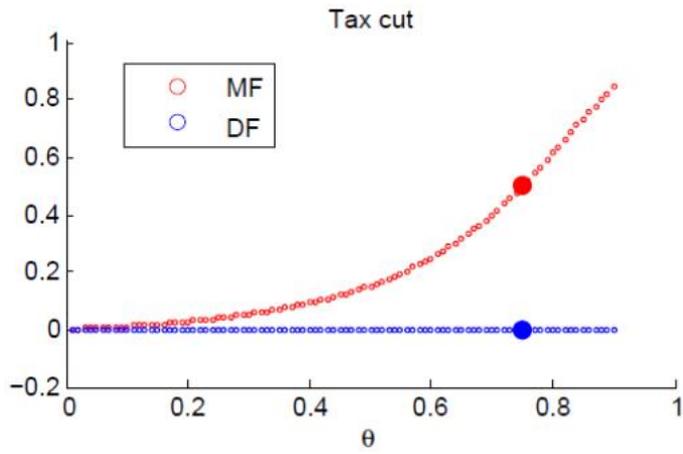


Figura 4

Moltiplicatori fiscali: Il ruolo della rigidità dei prezzi (θ)

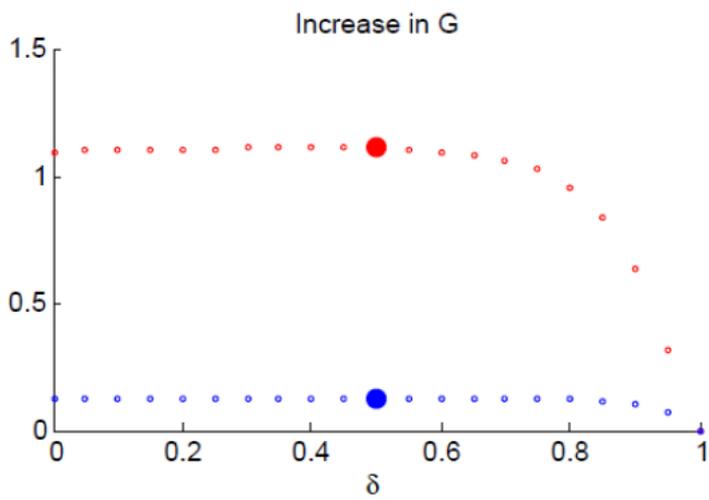
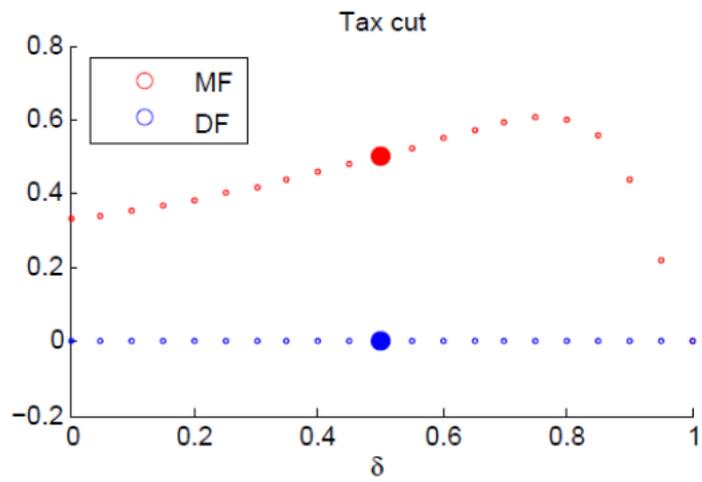


Figura 5

Moltiplicatori fiscali: Il ruolo della persistenza dello shock

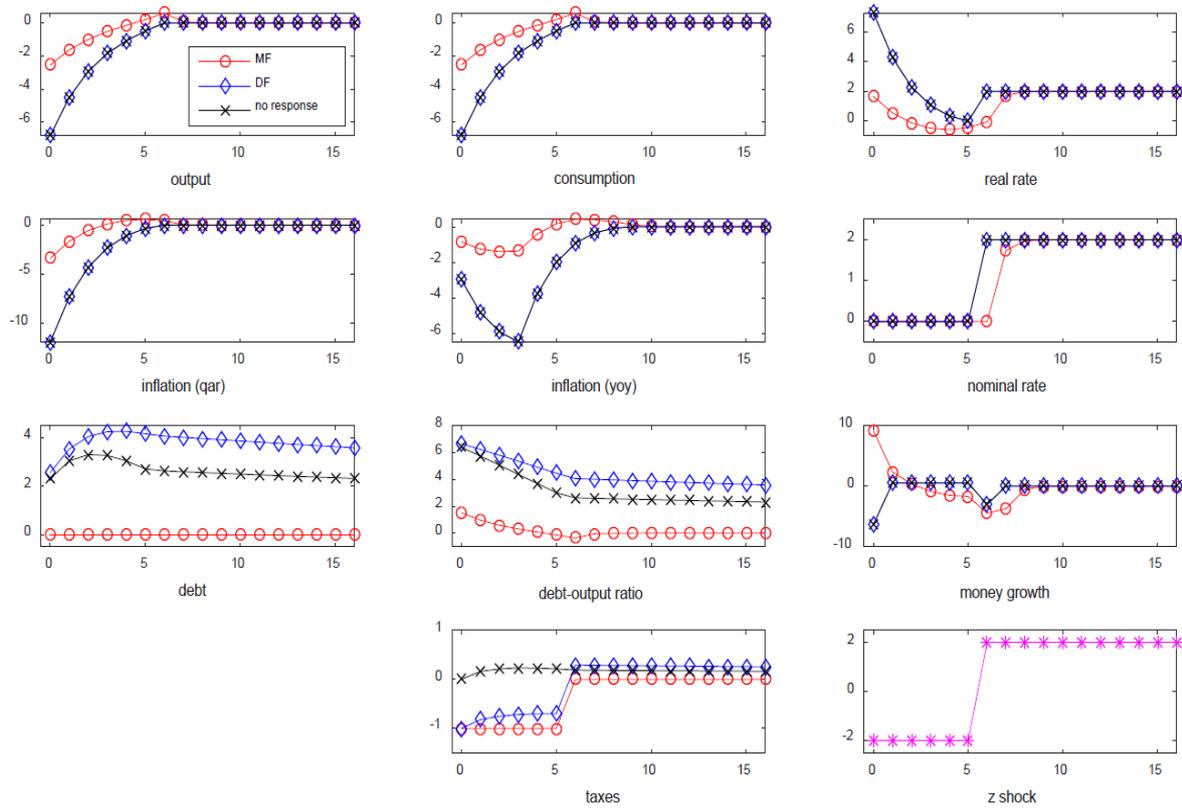


Figura 6:

Effetti dinamici di una riduzione delle tasse in caso l'economia si trovi nella trappola della liquidità.

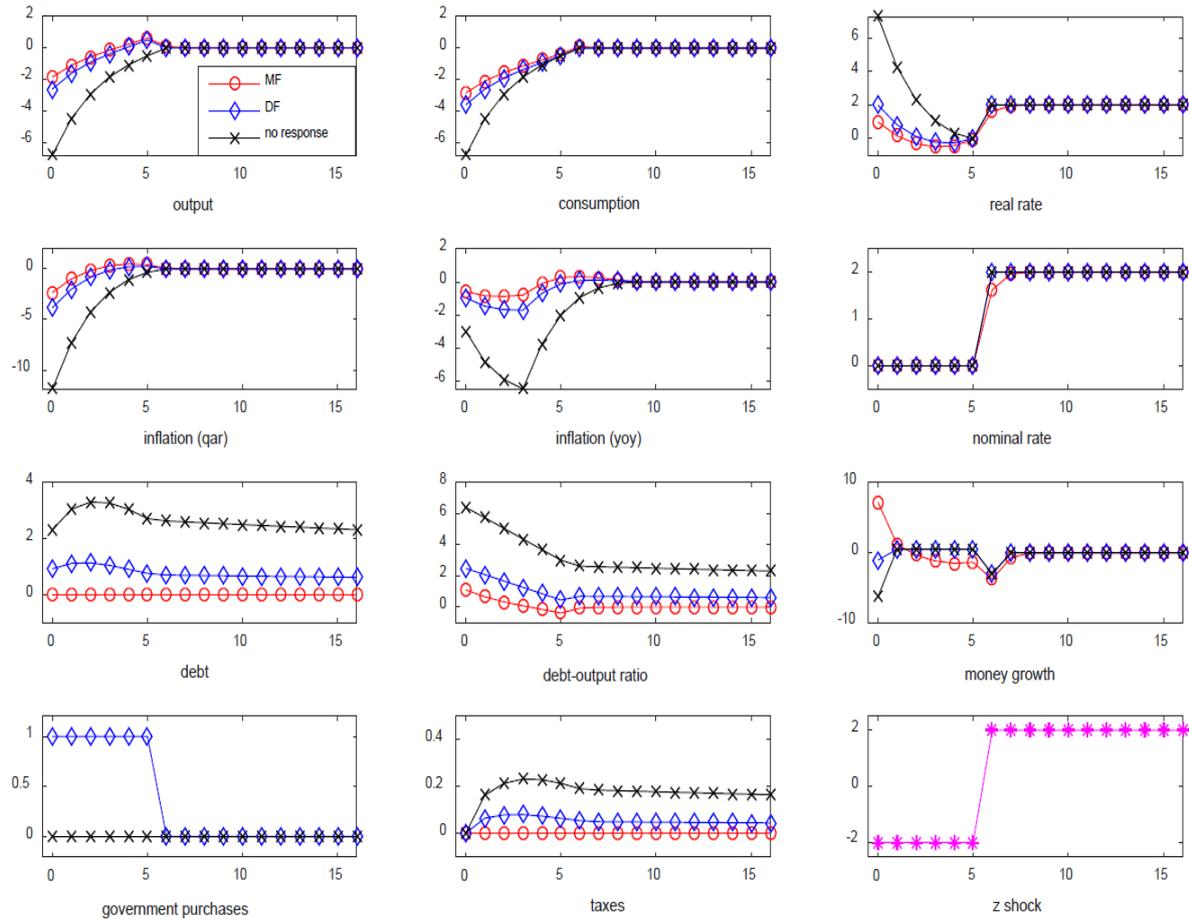


Figura 7:

Effetti dinamici di un incremento della spesa pubblica in caso l'economia si trovi nella trappola della liquidità.

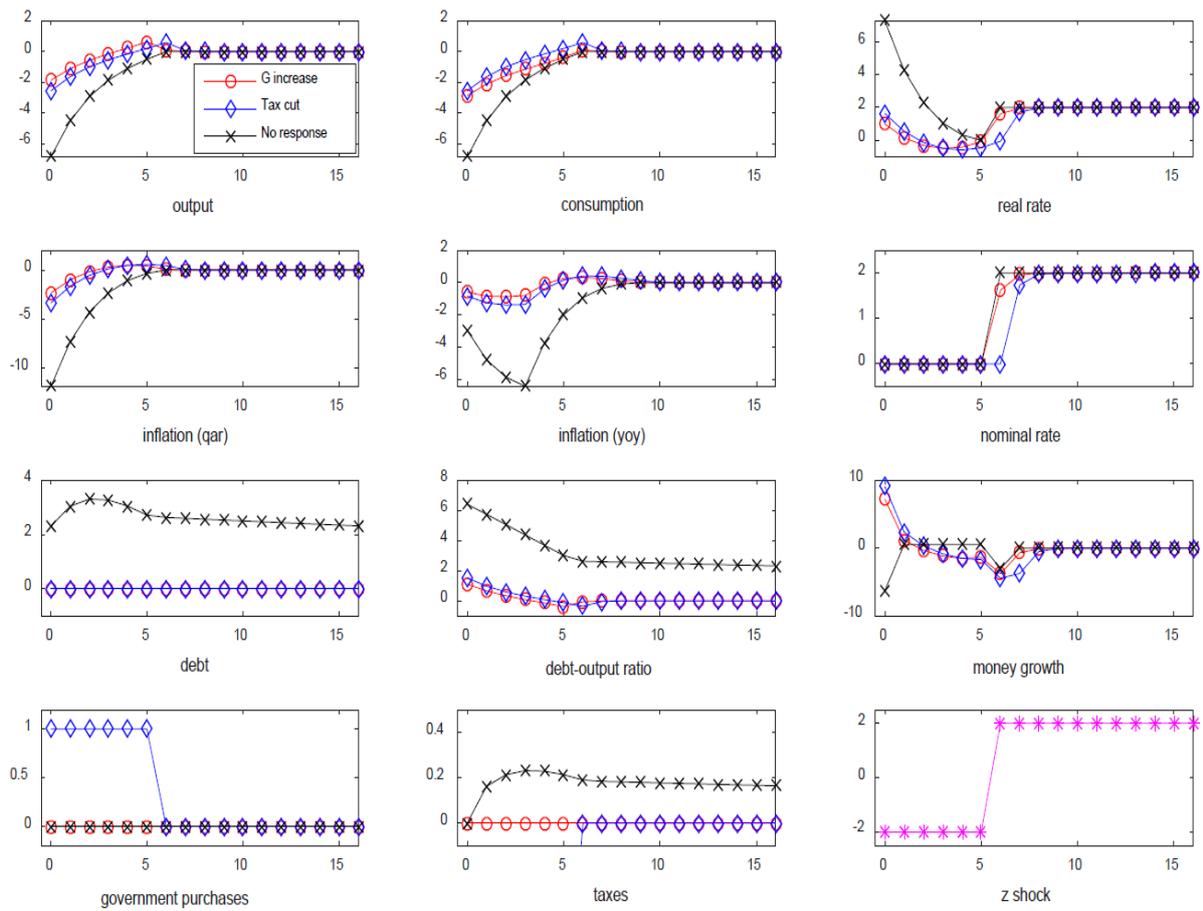


Figura 8

Effetti dinamici di uno stimolo fiscale finanziato dal Monetary Financing nel caso in cui l'economia si trovi nella trappola della liquidità

Note

1 Per approfondire come le BC influenzino i tassi di interesse vedi *Economia e politica monetaria* (Giorgio di Giorgio) 2016

2 Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers) Numero 63 – Aprile 2010 Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria di Fabio Panetta e Federico Maria Signoretti

3 La probabilità di default (PD, o tasso di insolvenza) è la probabilità che la controparte si renda inadempiente all'obbligazione di restituire il capitale prestato e gli interessi su di esso maturati.

4 *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound* (LAWRENCE H. SUMMERS)

5 *Deleveraging*: termine inglese che indica una riduzione del livello di indebitamento delle istituzioni finanziarie. Uno dei problemi più frequenti e spinosi che queste si trovano di fronte è proprio l'indebitamento (leverage) eccessivo. Per ridurlo, le strade possibili sono due: aumentare il capitale sociale o ridurre i prestiti alla clientela. Entrambe presentano difficoltà e conseguenze talvolta imprevedibili. Se da un lato è difficile aumentare il capitale sociale in assenza di risorse economiche adeguate, dall'altro tagliare i prestiti ha effetti potenzialmente molto negativi sull'economia reale. Una terza via (molto praticata in anni recenti) è l'intervento pubblico: vere e proprie politiche di salvataggio per cui lo Stato stanziava rilevanti risorse di capitale a favore di grandi banche e istituti finanziari.

6 Per approfondire modelli di economia monetaria vedi *Economia e politica monetaria* (Giorgio di Giorgio) 2016

7 Un regime monetario di *price targeting* prevede di avere come obiettivo per la conduzione della politica monetaria un determinato livello dei prezzi. A differenza dell'*inflation targeting* questo regime presuppone che periodi di deflazione siano spiazzati da periodi di inflazione maggiore di quella prevista.

8 Il tasso di interesse naturale è il prezzo di mercato di beni disponibili adesso in termini di beni futuri.

9 L'equivalenza ricardiana (nota anche come equivalenza di Barro-Ricardo) è una teoria economica che suggerisce come i consumatori internalizzino il vincolo di bilancio dello stato, e come quindi la tempistica dei cambiamenti della tassazione non influisca sul loro profilo di spesa (essere tassati più oggi anziché domani e viceversa, non influisce sui consumi). Di conseguenza l'equivalenza ricardiana suggerisce che, in un determinato periodo, la scelta di finanziare le spese governative attraverso il debito piuttosto che con un aumento delle tasse non abbia influenza sul livello della domanda. Era stata prima proposta e poi rifiutata dall'economista del diciannovesimo secolo David Ricardo.

10 Il **quantitative easing**, la cui traduzione letterale è "alleggerimento quantitativo", viene chiamato in italiano anche "**allentamento monetario**" o **QE** (acronimo di Quantitative Easing). Attuando un piano di allentamento monetario, le banche centrali si pongono quali acquirenti di beni (generalmente si tratta di azioni o titoli di stato) con denaro creato "ex-novo" e al fine di incentivare la crescita economica (per questo il QE viene anche chiamato "stimolo")

11 L'equazione di Fisher in matematica finanziaria e economia stima la relazione tra tasso di inflazione atteso, tasso d'interesse nominale e tasso d'interesse reale. Questa equazione prende il nome da Irving Fisher famoso per i suoi lavori sulla teoria del tasso di interesse e dei Numeri indici. Simili equazioni esistevano ai tempi di Fisher, ma si deve all'economista statunitense la proposta di un migliore grado di approssimazione, qui di seguito illustrata:

$$r_r = r_n - \pi$$

12 La teoria della q di Tobin, dal nome del Premio Nobel per l'economia James Tobin, afferma che il valore di mercato del pacchetto azionario di un'impresa sia in grado di misurare la differenza tra il capitale desiderato dall'impresa e il capitale effettivamente posseduto da questa. Tale teoria permette dunque di capire se un'impresa debba effettuare degli investimenti (per aumentare il proprio stock di capitale) o debba invece disinvestire (per ridurre il proprio stock di capitale). La variabile q viene definita come il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale. Tale valore è semplicemente il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti. Quindi il valore della q misura, fondamentalmente, il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa acquistata sul mercato finanziario (ad esempio in una borsa valori) e il valore della stessa impresa se si volesse riacquistare il suo stock di capitale sul mercato dei beni. Tobin individuò anche le condizioni per capire se per l'impresa fosse o meno conveniente aumentare la propria spesa per investimenti: se il valore della q è maggiore di 1, infatti, lo stock di capitale desiderato dall'impresa è minore del capitale effettivo (il numeratore è maggiore del denominatore) e dunque l'impresa potrebbe migliorare le proprie prestazioni aumentando la propria spesa per investimenti; al contrario, se la q di Tobin è minore di 1, allora il capitale desiderato è maggiore del capitale effettivamente posseduto dall'impresa (il denominatore è più grande del numeratore) e quindi l'impresa dovrebbe diminuire la propria spesa per investimenti. Secondo questa teoria, dunque, il mercato finanziario fornisce importanti indicazioni ad un'impresa circa la possibilità di effettuare o meno nuovi investimenti per accrescere il proprio stock di capitale.

13 Eccetto le operazioni di *fine tuning*

14 Il **Patto di bilancio europeo**, formalmente **Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria** (conosciuto anche come **fiscal compact**, letteralmente "patto di bilancio"), è un accordo approvato con un trattato internazionale il 2

marzo 2012 da 25 dei 28 stati membri dell'UE, per la precisione non è stato sottoscritto da Regno Unito, Croazia e Repubblica Ceca, (N.B.: al tempo della stipulazione del suddetto trattato, la Croazia non faceva ancora parte dell'UE, al contrario di Regno Unito e Repubblica Ceca). È entrato in vigore il 1° gennaio 2013. Il patto contiene una serie di regole, chiamate "regole d'oro", che sono vincolanti nell'UE per il principio dell'equilibrio di bilancio.

15 ZLB: zero lower bound. È un problema macroeconomico che si presenta quando i tassi di interesse raggiungono lo 0 rendendo impossibile stimolare maggiormente la crescita attraverso politiche monetarie convenzionali, generando, di fatto, la famigerata “trappola della liquidità”.

16 Bund: Abbreviazione nel linguaggio finanziario delle Bundesanleihen (obbligazioni federali), i titoli di stato decennali tedeschi utilizzati come riferimento (benchmark) per confrontare, attraverso lo spread, i rendimenti dei titoli di Stato di altri Paesi europei.

17 In Europa vige la libera circolazione dei capitali

18 **PIGS** o **PIIGS** sono acronimi utilizzati da giornalisti economici, per lo più di lingua inglese, per riferirsi a diversi Paesi dell'Unione europea, in particolare Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna, le cui iniziali formano l'acronimo in questione.

19 Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective (Era Dabla-Norris, Kalpana Kochhar, Nujin Suphaphiphat, Frantisek Ricka, Evridiki Tsounta)

20 In finanza con il termine titolo tossico si intende un titolo di credito derivato dalla cartolarizzazione dei mutui e prestiti subprime e venduto dalle banche ai propri clienti (tra cui, spesso, fondi di investimento) come obbligazioni a basso rischio finanziario, ma rivelatisi di pessima qualità.

21 **Troubled Asset Relief Program**

22 Come gli Eurobond e altre forme di collettivizzazione del debito

23 E altri strumenti usati per gestire shock economici asimmetrici all'interno delle unioni monetarie. Diversi esempi di essi possono essere riscontrati nel sistema USA.

24 Debito Sovrano: termine con cui ci si riferisce alle obbligazioni vendute dallo Stato ad altri paesi o alla liquidità “presa in prestito” da questi ultimi per soddisfare la spesa pubblica. Si ricorre a questa misura quando il paese, non riuscendo ad aumentare il reddito, ha una crescita economica molto lenta; tuttavia, la somma ricevuta deve essere restituita con gli interessi ed entro una data scadenza. Come conseguenza della crisi economica iniziata nel 2008, l'eurozona ha difficoltà nel gestire il suo debito; si registra un eccesso di debito soprattutto nei cosiddetti PIIGS, i paesi più deboli dell'area euro (si parla in proposito di crisi del debito sovrano).

25 IMU Acronimo per Imposta Municipale Unica. Si tratta di un'imposta introdotta dal governo Monti nel dicembre del 2011 nell'ambito della cosiddetta "manovra anticrisi". Nell'I. confluiscono l'Imposta comunale sugli immobili (ICI) e le tasse su rifiuti e servizi comunali. L'aliquota standard è dello 0,76%, ma è ridotta allo 0,4% sulla prima abitazione; tuttavia i comuni hanno un margine di discrezionalità (del 2 per mille sulla prima casa e del 3 per mille sulla seconda). L'I. è stata applicata a partire dal 2012 (il governo Berlusconi aveva previsto la sua entrata in vigore solo nel 2014), a proprietari di immobili (privati e operatori di settore) e a titolari di diritti reali. Il governo Letta nell'agosto del 2013, dopo aver sospeso la prima rata a maggio, ha approvato un decreto legge che ha stabilito l'abolizione dell'I. nel 2013 e con un decreto legge del novembre dello stesso anno è stata confermata l'abolizione della seconda rata dell'I. sulla prima casa, per i fabbricati rurali e i terreni agricoli per la parte coltivata.

26 *J. Stiglitz: l'Euro, 2016*

27 *J. Stiglitz: l'Euro, 2016*

28 Nome con cui si definisce l'inflazione mensile che eccede il 50%

Riferimenti Bibliografici

Libri:

- Di Giorgio, Giorgio. *Economia e politica monetaria*. Milano 2016: Wolter Kluwer Italia s.r.l.
- Stigliz, Joseph E. *L'euro: come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*. Torino 2017: Giulio Einaudi editore s.p.a.
- Taleb, Nassim Nicholas. *Il cigno nero, come l'improbabile governa la nostra vita*. Milano 2014: Il saggiatore s.r.l.

Papers:

- Norman T L Chan: *Excessive leverage - root cause of financial crisis*, 2011
- Adair Turner. *The case for Monetary Financing - An essentially political issue*, 2015
- Paul Krugman. *Japan's trap*, 1998
- Josh Ryan-Collins. *Is monetary financing inflationary? A case study of the Canadian Economy 1935-75*, 2015
- Era Dabla-Norris, Kalpana Kochhar, Nujin Suphaphiphat, Frantisek Ricka, Evridiki Tsounta. *Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective*, 2015
- Catao and Terrones. *Fiscal deficit and inflation*, 2005
- Jordi Galí. *The effects of a money-financed fiscal stimulus*, 2016

- Fabio Panetta e Federico Maria Signoretti. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers) Numero 63 – Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, 2010
- Lawrence H. Summers. *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, 2014