



Dipartimento di Economia & Management
Cattedra di Storia dell'economia e dell'impresa

MERCATO e FINANZA
Dalla moneta metallica alle valute virtuali

RELATORE

Prof.ssa Vittoria Ferrandino

CANDIDATO

Andrea Giovannenze

Matricola: 203331

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

*Alla mia famiglia,
che ha sempre creduto in me.*

Indice

Introduzione.....	5
--------------------------	----------

Capitolo 1: Le principali fasi evolutive della moneta

1.1 - Che cosa è la moneta? Quali sono le sue principali funzioni?.....	7
1.2 - Nascita della moneta ed evoluzione della “Teoria quantitativa della moneta”	8
1.3 - Il legame tra l’oro e la moneta: evoluzione del fenomeno e principali dinamiche ad esso associate.....	15

Capitolo 2: L’inizio della fluttuazione monetaria, il ruolo delle banche in Europa e le manovre di politica monetaria all’interno dell’Eurozona

2.1 - Principali conseguenze connesse alla fine degli accordi di Bretton Woods.....	23
2.2 - La fluttuazione monetaria, il ruolo delle banche in Europa e la nascita dell’Unione Europea.....	27
2.3 - L’introduzione di una moneta unica: l’Euro.....	32
2.4 - La gestione della politica monetaria nell’Eurozona dal 1999 ad oggi.....	35

Capitolo 3: Il mercato delle valute virtuali – focus sui Bitcoin

3.1 - Che cosa sono i Bitcoin?.....	44
3.2 - Principali differenze tra le “criptovalute” e la moneta a corso legale.....	47
3.3 - Pros & Cons dei Bitcoin.....	50
3.4 - Il Bitcoin può essere considerata una moneta? Possono le “criptovalute” sostituire nel futuro la moneta a corso legale, o comunque, continuare a vivere al suo fianco?...53	

Conclusione.....	58
Fonti e bibliografia.....	60
Altre fonti.....	62

Introduzione

“È bene avere il denaro e le cose che il denaro può comprare, ma è bene anche, ogni tanto, controllare ed essere sicuri di non aver perso le cose che il denaro non può comprare”¹.

L’analisi svolta è finalizzata all’approfondimento e comprensione di una tematica all’ordine del giorno, che riguarda in pratica la vita giornaliera di tutti noi: la moneta.

Nell’elaborato si descrivono i ruoli e le funzionalità che la moneta ha rivestito nel corso della sua esistenza, dalle origini fino ad esaminare le valute virtuali proposte negli ultimissimi anni.

L’evoluzione della moneta viene analizzata e differenziata in tre principali fasi. La prima è incentrata sull’importanza della presenza della moneta all’interno di un sistema di scambi e cosa realmente si intende con questo termine. Per spiegare meglio quest’ultimo concetto è stato inserito all’interno dell’elaborato un caso reale, molto interessante, che mette in risalto il significato della moneta, il quale non rappresenta solamente il sinonimo di soldi o banconote. Il periodo storico dunque inizia dalle fasi più oscure, nelle quali l’economia era incentrata sul baratto, fino ad arrivare alla metà del ‘900, dove vengono approfonditi tutti i sistemi monetari che si sono succeduti nel corso degli anni.

Nella parte centrale dell’elaborato, vengono analizzate le conseguenze del passaggio dalla moneta convertibile in oro, alla moneta basata su un sistema fiduciario. Il capitolo, inoltre, si incentra sul sistema monetario europeo, focalizzandosi sulla gestione della Banca Centrale Europea (“BCE”), in particolar modo ponendo l’attenzione sulle recenti turbolenze economico-finanziarie e sulle manovre politiche e monetarie intraprese per fronteggiare tali periodi di crisi, al fine di stabilizzare l’intera economia europea attraverso il principale obiettivo di ricondurre il tasso di inflazione dell’Area Euro ad un valore inferiore, ma vicino, al 2%.

La parte conclusiva dell’elaborato ha come protagonista le criptovalute, con particolare riguardo a quella più utilizzata: Bitcoin. Lo scopo di questa parte finale è quella di indagare

¹ George Horace Lorimer

sul reale funzionamento e sull'effettiva efficacia di questa moneta virtuale, effettuando un confronto con quella reale.

Tramite questi approfondimenti ed analisi, si evincerà tutta la complessità alle spalle di un valido sistema monetario ed i relativi motivi per i quali l'introduzione di una nuova moneta richiede delle basi ben più solide rispetto a quelle che costituiscono le criptovalute odierne.

Capitolo 1: Le principali fasi evolutive della moneta

1.1 – Che cosa è la moneta? Quali sono le sue principali funzioni?

L'etimologia del termine moneta fu introdotto alcuni secoli avanti Cristo, grazie ad una storia molto affascinante che vide protagoniste delle oche allevate sulla cittadella del Campidoglio dove vi era il tempio di Giunone. L'evento, passato alla storia come “le oche del Campidoglio”², narra di un attacco notturno da parte dei Galli alla città di Roma. L'assalto fu sventato grazie alle oche, le quali iniziarono a starnazzare svegliando il console Marco Manlio che poté così dare l'allarme. L'avvenimento venne associato alla dea Giunone, la quale avrebbe fatto svegliare le oche per avvertire l'arrivo dei Galli. Da quel momento la dea Giunone acquisì l'appellativo di Moneta, dal verbo latino *monere* che nella lingua latina esprime appunto il significato di avvertire, ammonire.

La moneta in senso fisico si afferma come “mezzo” di pagamento ed intermediario degli scambi, riconosciuto in un dato luogo ed in un dato periodo di tempo da tutti, poiché in grado di costituire il modo più semplice per dare un valore e, quindi, poter scambiare tra una pluralità di soggetti una moltitudine di beni negoziabili.

Qualsiasi cosa può assumere la funzione di moneta, purché appunto sia riconosciuta da tutti, con lo stesso valore e all'interno di un'economia.

Con riferimento a quest'ultima accezione, è interessante citare cosa accadde in un carcere durante la seconda guerra mondiale. La Croce Rossa riforniva i detenuti di cibo, abiti, sigarette e così via, ma senza attuare una discriminazione a seconda delle loro preferenze. Così alcuni, preferendo un tipo di cibo ad un altro o un tipo di abito ad un altro, iniziarono il baratto. Molto presto capirono che per velocizzare e semplificare gli scambi potevano trasformare le sigarette in moneta, uguagliando qualsiasi bene ad un quantitativo di sigarette.

² Avvenimento leggendario tratto dal “Portale Antica Roma – Wikipedia”

Pertanto, si può affermare che la moneta assume essenzialmente tre principali funzioni: (i) riserva di valore, (ii) unità di conto e (iii) mezzo di scambio³.

Per quanto riguarda la riserva di valore, la moneta ci permette di trasferire il potere d'acquisto da oggi ad una determinata data futura, ed un eventuale guadagno associato alle relative movimentazioni, può essere dunque speso nel presente o nel futuro. Questo tipo di riserva viene definita imperfetta poiché i 1.000 euro guadagnati oggi possono avere un potere d'acquisto differente dai 1.000 euro percepiti nel futuro.

In quanto unità di conto, la moneta rappresenta l'unità di misura con la quale si esprimono i valori dei beni; ciò conferisce alla moneta la possibilità di attuare svariate transazioni economiche.

Per quanto riguarda il mezzo di scambio, la moneta ci permette di acquistare beni e servizi. La facilità con la quale la moneta può essere trasformata in tutti i beni e servizi disponibili sul mercato, prende il nome di liquidità. Questa è una funzione alla quale tendiamo oggi a non dare particolare importanza, probabilmente per la sua ovvietà, ma, in passato, l'introduzione della moneta, con questa funzione intrinseca, ha permesso alle persone di potersi appropriare di un bene senza necessariamente doverlo scambiare con un altro.

In sostanza quest'ultima funzione della moneta rende possibili le transazioni in modo indiretto.

1.2 – Nascita della moneta ed evoluzione della “Teoria quantitativa della moneta”

A partire dal XV al XVII secolo, si sviluppa il “mercantilismo”, termine che indica lo sviluppo economico e la politica espansionistica associate alle grandi monarchie europee di quel periodo storico. Tale fenomeno, attribuisce un ruolo centrale al ragionamento economico basato sulla ricchezza delle nazioni. Il mercantilismo infatti ha come obiettivo principale quello di proteggere il mercato e la produzione nazionale, al fine di ridurre le importazioni dagli altri paesi esteri e sviluppare le proprie esportazioni. Inoltre, poiché il mercantilismo rappresentava una politica avversa al libero espandersi delle forze

³ “Macroeconomia”, Mankiw-Taylor, (Zanichelli 2011), pag. 121

economiche, i singoli Stati supportavano i propri gruppi monopolistici a livello di produzione e commercio; è proprio durante il periodo del mercantilismo che si espansero appunto le Grandi Compagnie commerciali delle Indie Occidentali e Orientali. Un esempio di tale fenomeno è rappresentato dal Governo inglese del 1600 che, attraverso il cosiddetto “Atto di navigazione” (1651), imponeva che le merci inglesi fossero trasportate solamente da navi della madrepatria⁴.

La vera fonte di ricchezza e soprattutto di autonomia di tale politica economica era rappresentata dalla quantità di metalli preziosi posseduti dal singolo Stato.

Una delle correnti più famose di quei tempi fu quella riguardante i “bullionisti”, i quali si svilupparono principalmente in Spagna. Il termine derivante dall’inglese *bullion*⁵, che significa oro e argento in verghe, racchiude un’idea che consiste nell’accumulare metalli preziosi all’interno di un paese al fine di aumentare la propria ricchezza. Dunque il livello di benessere di un paese era al tempo misurato in base alla quantità di oro e argento posseduti e, solamente attraverso la presenza di essi, era possibile comprare navi da guerra, pagare soldati e finanziare opere pubbliche o guerre.

Ben presto però fu evidente il fatto che un paese caratterizzato da una rilevante presenza di metalli preziosi, aumentava i prezzi dei propri beni, rendendoli meno competitivi rispetto ai paesi che possedevano meno metalli preziosi, e quindi “meno ricchi”. In sostanza, un paese che possedeva un avanzo nella propria bilancia commerciale, era costituito da merci più costose rispetto ai paesi caratterizzati da una bilancia commerciale in disavanzo, in quanto caratterizzati appunto da una scarsa quantità di metalli preziosi.

Proprio in questo periodo inizia a prendere piede la Teoria dell’equilibrio della bilancia commerciale, sviluppato da David Hume⁶ nella metà del 1700. D. Hume ha introdotto la “Teoria quantitativa della moneta”, la quale è ancora oggi uno dei metodi più efficaci per capire in che modo nel lungo periodo la moneta influenza l’economia.

La Teoria quantitativa della moneta si basa su un’uguaglianza fondamentale, detta “equazione dello scambio”, la quale sostiene che l’aumento dell’offerta di moneta comporta inevitabilmente un aumento dei prezzi. I due termini sono infatti direttamente proporzionali, come rappresentato nella seguente formula:

⁴ “Moneta e banche attraverso i secoli”, De Simone E, (FrancoAngeli, 2002), pag. 235

⁵ Il significato del termine *bullion* è stato tratto da “Breve Storia del pensiero economico”, Roncaglia A, (Manuali Laterza, 2016), pag. 76

⁶ Storico appartenente all’illuminismo scozzese (Edimburgo, 7 maggio 1711 – Edimburgo, 25 agosto 1776)

$$MV = PT$$

M = offerta di moneta

V = velocità di circolazione

P = prezzo dei beni

T = numero di transazioni (successivamente modificata in “Y”, ovvero la produzione)

Il fattore “T” più precisamente rappresenta il numero di transazioni che avvengono in un determinato periodo di tempo, solitamente 1 anno. Dunque, il membro di destra ($P \times T$) indica quante volte in 1 anno un bene o un servizio vengono scambiati rapportati al loro prezzo, il tutto è uguale alla quantità di moneta scambiata in anno. Il membro di sinistra ($M \times V$) si riferisce invece alla quantità di offerta di moneta moltiplicata per la sua velocità di circolazione, che sostanzialmente indica quante volte la moneta, in un determinato periodo di tempo, cambia di mano. Nel tempo, per un discorso prettamente di comodità, questa formula è stata modificata, in quanto è emerso che il numero di transazioni è molto difficile da stimare, anche approssimativamente. Si è pertanto intuito che, tanto maggiore è la produzione e tanto più una maggiore quantità di beni e servizi sarà scambiata all'interno dei mercati; dunque, transazioni e produzione aggregata si possono considerare strettamente correlati tra loro. In base a tale processo la Teoria quantitativa ha assunto questa modifica.

Inoltre, si è notato che la velocità di circolazione della moneta nel corso del tempo ha sempre avuto dei valori costanti, eccetto quei periodi caratterizzati da drastici cambiamenti, come l'introduzione degli sportelli automatici (e.g. bancomat), che ne hanno causato un suo aumento.

Dunque, eccetto queste particolari situazioni tutt'altro che comuni, si può considerare che la velocità di circolazione della moneta (“V”) come termine costante, sia corretto e, da ora in poi, è quello che verrà fatto. Il membro di sinistra dipende dunque solo dalle variazioni dell'offerta di moneta (“M”). Lo stesso concetto vale per il membro di destra ($P \times T$), dove l'unico fattore a poter variare è il prezzo (“P”) in quanto, dato che il numero di transazioni (“T”) dipende dalla produzione aggregata, questo non può subire rilevanti variazioni.

La Teoria quantitativa della moneta ci mostra come una manovra dello Stato volta ad aumentare o diminuire l'offerta di moneta può influenzare il livello dei prezzi. Un eventuale aumento dell'offerta di moneta provocherebbe quindi un aumento dei prezzi e, viceversa, l'inflazione (aumento dei prezzi) determinerebbe a sua volta un aumento dell'offerta di moneta messa in circolazione dalla banca centrale.

Inoltre un ulteriore presupposto fondamentale della Teoria, che venne poi ripresa nel tempo da molti economisti, tra i quali i più famosi emergono David Ricardo e Irving Fisher, è rappresentato dal fatto che la moneta non influenza variabili reali come il reddito, bensì solo grandezze monetarie (cosiddetta “neutralità” della moneta)⁷.

La Teoria quantitativa della moneta fu ampliata, in ordine cronologico, da Alfred Marshall e successivamente da John Maynard Keynes.

Secondo entrambi gli economisti, la moneta, oltre ad avere uno scopo transattivo, assumeva due ulteriori finalità: precauzionale e speculativo.

Il motivo precauzionale derivava dal fatto che si tratteneva moneta perché si poteva verificare una situazione in cui si sarebbero dovuti effettuare dei pagamenti, mentre quello speculativo era connesso al concetto di trattenere moneta in alternativa ad attività finanziaria di investimento in titoli di debito (speculazione sulla differenza tra il prezzo corrente vs. il prezzo atteso associati ai titoli).

A. Marshall analizzò il fatto che la detenzione di moneta poteva derivare anche da un motivo precauzionale, legato alle incertezze del futuro. In tal modo, molte persone preferivano risparmiare nel presente per poter poi affrontare eventuali spese future, come ad esempio malattie.

Pertanto, tenendo in considerazione il fatto che gli individui volessero detenere una certa porzione (ipotizzata essere costante) del reddito (“Y”) in moneta, A. Marshall, insieme alla scuola di Cambridge, sviluppò la seguente equazione (definita appunto “equazione di Cambridge”):

$$M / P = k Y$$



$$M = k P Y$$

M = offerta di moneta

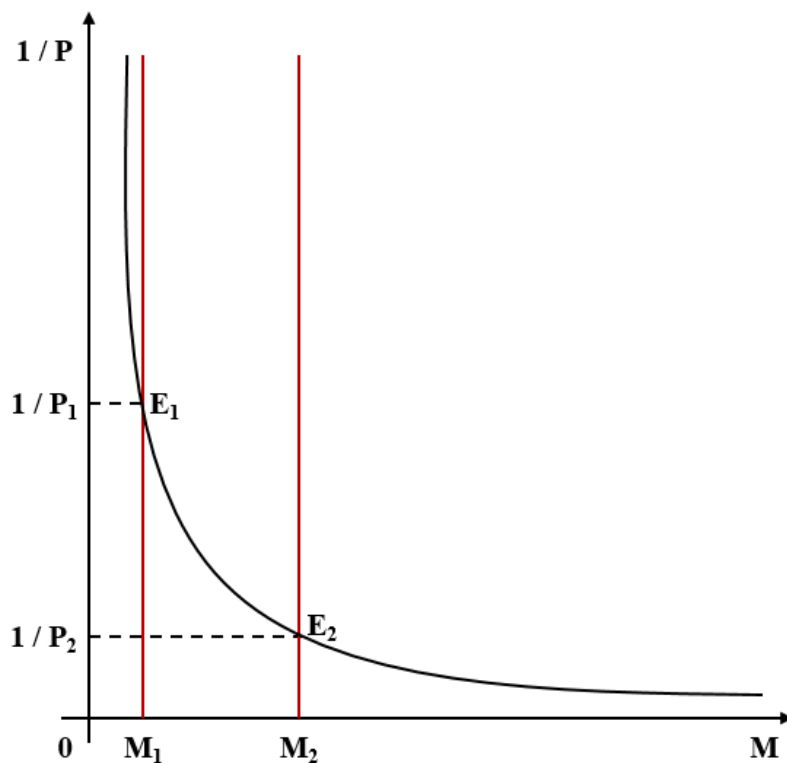
⁷ “Breve storia del pensiero economico”, Roncaglia A., (Manuela Laterza, 2016), pag. 202

P = prezzo dei beni

k = “k” di Cambridge ($k = 1 / V$), definita come costante.

Di conseguenza, l’equilibrio del mercato monetario viene determinato dal concetto fondamentale che l’aumento dell’offerta di moneta genera un aumento dei prezzi⁸:

$$1 / P = (k Y) / M$$

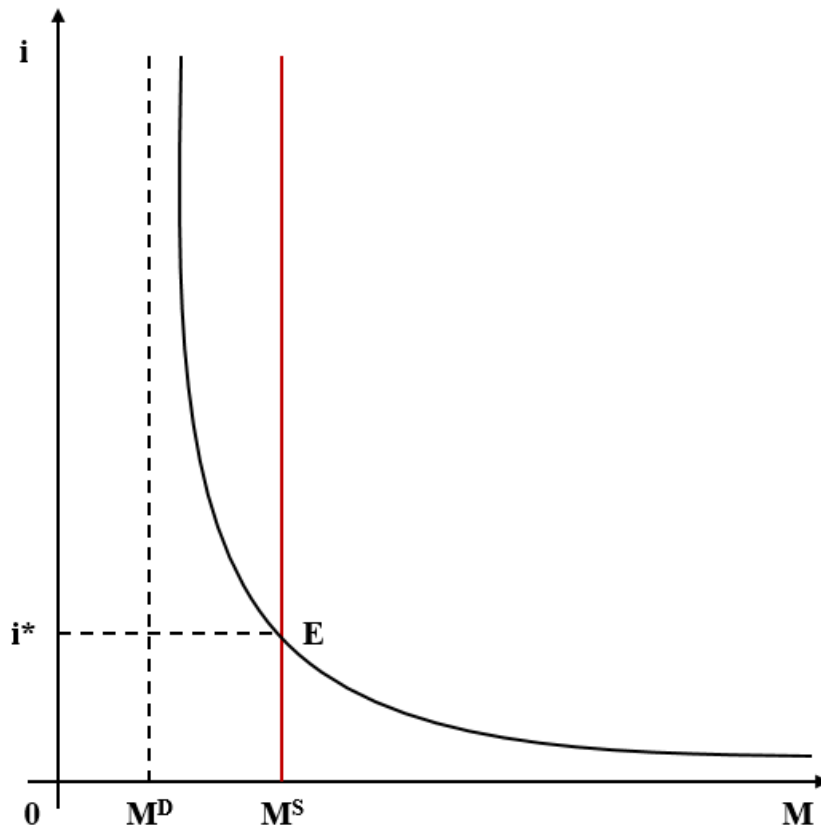


Keynes, in aggiunta a Marshall e la scuola di Cambridge, esaminò la moneta introducendo per la prima volta la detenzione di essa per finalità di speculazione. L’economista si basò sul principio che il futuro era incerto e nessuno avrebbe realmente saputo come sarebbero oscillati i tassi di interesse. Tuttavia, ognuno avrebbe avuto delle aspettative in merito all’andamento dei tassi di interesse in futuro. Pertanto, chi credeva che il tasso potesse

⁸ “Macroeconomia”, N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, (Zanichelli,2011), pag. 245

aumentare in un periodo futuro, facendo quindi diminuire il prezzo dei titoli, nel presente avrebbe deciso di vendere tutti i suoi titoli, poiché a breve essi avrebbero perso valore (cosiddetta “posizione corta”). Viceversa, una diminuzione dei tassi di interesse avrebbe provocato un aumento del prezzo dei titoli. In quest’ultimo caso le persone, avrebbero deciso di non detenere moneta, poiché comprare nel presente i titoli sarebbe significato poterli vendere in futuro ad un prezzo più alto (cosiddetta “posizione lunga”).

Keynes è stato il primo intellettuale ad attribuire questa funzione alla moneta, cercando di spiegare in che modo le persone decidevano se investire moneta piuttosto che tesorizzarla. Il grafico riportato di seguito illustra appunto l’equilibrio nel mercato della moneta in Keynes.



i = tasso di interesse associato all’investimento in titoli

i^* = livello tasso di interesse ottimale per il soggetto i -esimo

M^D = domanda di moneta derivante dalle esigenze del soggetto i -esimo (determinata anche in base al reddito “Y”)

M^S = livello di domanda speculativa di moneta che permette al soggetto i -esimo di raggiungere l’equilibrio ottimale (“E”) tra la detenzione di moneta e l’investimento in titoli

L’intuizione dell’economista resta incredibilmente attuale, poiché fino a qualche anno fa, quando il tasso di inflazione aumentava ogni anno di circa il 2%, la scelta di risparmiare moneta, tesorizzandola, avrebbe significato appunto diminuire il valore ad essa associato di anno in anno.

Inoltre, l’economista britannico, pur utilizzando la Teoria quantitativa della moneta, ne individuò alcuni aspetti critici, come emerge in alcuni paragrafi presenti nella lettera che egli stesso scrisse all’allora Presidente degli Stati Uniti Franklin Delano Roosevelt, di seguito riportati: *“L’altra serie di errori, di cui temo l’influenza, nasce da una grezza dottrina economica comunemente conosciuta come la teoria quantitativa della moneta. L’aumento della produzione e l’aumento dei redditi subiranno una battuta d’arresto prima o poi, se la quantità di moneta è rigidamente fissata. Alcune persone sembrano dedurre da questo che la produzione e il reddito possono essere incrementati aumentando la quantità di moneta. Negli Stati Uniti oggi la cintura è abbastanza grande per la vostra pancia. È estremamente ingannevole concentrarsi sulla quantità di moneta, che è solo un fattore limitante, piuttosto che sul volume delle spese, che è il fattore operativo”*⁹.

Soprattutto nella frase finale della Lettera, emerge l’obiezione di Keynes con riferimento all’espansione attiva dell’offerta di moneta vista come principale obiettivo per incrementare la produzione. Infatti, l’economista sosteneva che, sebbene venisse aumentata l’offerta di moneta (“M”) con una produzione (“Y”) immutata, non era direttamente deducibile che la produzione subisse un inevitabile aumento ma, il fenomeno dipendeva dalla disponibilità delle persone ad aumentare la spesa.

Pertanto, con riferimento alla Teoria quantitativa della moneta, l’idea di fondo sostenuta da Keynes era che il solo aumento della base monetaria, intesa come mero incremento di “M”, non fosse sufficiente a far ripartire l’intera economia. Su questo tema ci sono stati

⁹ Fonte: “Lettera aperta di Keynes a Roosevelt”, 1937

molteplici punti di vista, svariati dibattiti che verranno affrontati nel corso del prossimo capitolo.

In questo capitolo iniziale invece, si approfondirà l'introduzione della moneta all'interno dei mercati di scambio e il legame che si è venuto a creare tra quest'ultima e l'oro.

1.3 - Il legame tra l'oro e la moneta: evoluzione del fenomeno e principali dinamiche ad esso associate

Quando la moneta non era ancora in circolazione, gli scambi ed i commerci avvenivano tramite il baratto.

Tale forma di scambio presenta non pochi limiti. Infatti, oltre ad essere funzionale solo in piccolissime economie caratterizzate da poche transazioni, il baratto implica alti costi di informazione per quanto riguarda i commercianti, che infatti devono trovare chi è interessato al loro prodotto e nello stesso tempo quest'ultimo deve avere un bene che attrae il primo. Il numero limitato di transazioni ne ha impedito pertanto l'evoluzione della specializzazione produttiva, ed in questo modo un'economia non si sarebbe mai sviluppata come avrebbe potuto. Si sentì così la necessità di introdurre un qualcosa che avesse lo stesso valore intrinseco¹⁰ per tutti, una “moneta-merce”, come ad esempio i prodotti agricoli, il sale, le conchiglie ed i capi di bestiame.

In Giappone, ad esempio, il riso, utilizzato come “moneta-merce”, è rimasto valido fino al 1868, mentre in Islanda si stabiliva il valore di tutti le merci eguagliandole al pesce secco. L'introduzione della “moneta-merce” migliorò parzialmente la situazione, aumentando il numero di transazioni.

Però, solo pochissimi beni possedevano le caratteristiche che una moneta riconosciuta da tutti dovrebbe possedere: non deperibile, verificabile, disponibile e divisibile. Mentre alcuni beni utilizzati come “moneta-merce” non rispondevano al criterio della divisibilità, come nel caso di un capo di bestiame, altri, come il riso, non rispondevano al criterio della disponibilità, o meglio, solo limitatamente a quel paese (il Giappone).

¹⁰ Si tratta della funzione di quantità di metallo prezioso contenuto all'interno della stessa moneta

Fu con la scoperta dei metalli preziosi in Asia Minore, che nacque la prima forma di moneta metallica. Il valore della moneta, definito valore intrinseco di quest'ultima, è rappresentato dal materiale contenuto all'interno di ogni metallo; esso può essere costituito da oro, argento o rame. Durante i commerci infatti, il venditore si doveva assicurare dell'effettivo valore del metallo, analizzando la sua qualità con una pietra di paragone e verificando, con una bilancia portata da lui stesso, che il peso fosse pari a quello dichiarato. L'introduzione del sistema monetario denominato "bimetallismo", espresso sulla base di una determinata quantità di oro e argento, permise di evolvere gli scambi a livello "internazionale". Di fatto i cambi erano regolati dallo Stato in base alle nuove scoperte di giacimenti e, solitamente, il rapporto di cambio era 1:10 o 1:12. Inoltre, anche se il tipo di moneta fosse diverso, poteva comunque essere accettato, poiché una volta fuso poteva essere trasformato in un'altra moneta.

Il bimetallismo costituì un fenomeno fondamentale per l'evoluzione delle economie e dei commerci, che però presentavano ancora due limiti rilevanti. Il primo era associato al controllo dell'offerta di moneta; quest'ultima infatti era una variabile che molto difficilmente si poteva controllare, poiché dipendeva da fenomeni esogeni quali la produzione nelle miniere, la scoperta di eventuali giacimenti, gli afflussi e deflussi risultanti dai commerci internazionali, etc. Pertanto, un eventuale eccessivo afflusso di moneta avrebbe fatto aumentare notevolmente la domanda rispetto all'offerta, causando un'inflazione nei prezzi.

Un altro limite significativo relativo alle monete metalliche era costituito dalla difficoltà di trasporto di grosse quantità di esse, dovuta appunto al loro eccessivo peso. Ciò incrementava il rischio di furti, in quanto diventava difficile non farsi notare anche durante il trasporto di significative quantità di moneta. Diventò quindi opportuno utilizzare strumenti di pagamento differenti come le banconote.

Grazie a quanto riferitoci da Marco Polo, le prime banconote nacquero in Cina; nonostante ciò, bisognerà aspettare ancora 300 anni per vedere le prime banconote in Europa¹¹. La prima stampa avvenne nel 1661 in Svezia per sopperire alla scarsità di metalli, anche se il suo originario utilizzo risale a qualche secolo prima. Infatti, nel 1438, un comandante della flotta reale spagnola, non avendo contanti con sé, pagò l'equipaggio con dei "pezzi di carta"; questo rimase però un caso isolato.

¹¹ "Dal Baratto ai Bitcoin – L'oro del XXI Secolo", Solimeo B., (Zanichelli, 2012), pag.112

Il termine banconota deriva da “nota di banco”, un vero e proprio documento rilasciato dai banchieri-orafi, in garanzia dell’oro depositato. In sostanza chi depositava oro, riceveva in cambio un documento che gli conferiva il diritto a riscuotere in qualsiasi momento la quantità di oro; la nota di banco era accettata per convenzione secondo il suo valore nominale¹² ed inoltre poteva essere liberamente scambiata.

A partire dal 1700, le banche iniziarono a stampare moneta cartacea per un ammontare maggiore rispetto al valore dell’oro detenuto nelle proprie riserve; questa procedura, piuttosto rischiosa, fu incentivata dal fatto che in quel periodo il numero di pagamenti in moneta metallica scese notevolmente per lasciare il posto unicamente alla moneta cartacea. Si notò dunque che nessuno era incentivato a trasformare le sue banconote in oro.

Come conseguenza a tali avvenimenti, le banche usarono le riserve di oro per limare i disavanzi delle bilance commerciali e si accorsero che in tal modo potevano ottenere ingenti profitti attraverso prestiti e interessi percepiti. Pertanto, si stabilì che le autorità monetarie potevano emettere moneta fino ad un massimo di un numero di volte rispetto all’oro detenuto nelle proprie riserve. In questo modo l’argento perse completamente importanza e si abbandonò il bimetallismo, il quale lasciò definitivamente il posto al sistema aureo, denominato “gold standard”.

Nel 1867 in un congresso internazionale il “monometallismo” fu adottato da tutte le principali potenze europee, insieme al Giappone e agli Stati Uniti, che si aggiunsero qualche anno dopo. Con il sistema aureo si ha per la prima volta una vera e propria flessibilità nella creazione di moneta, la quale viene regolata dalle autorità monetarie. Il “gold standard” rappresentò infatti uno strumento di difesa da parte dei banchieri centrali nei confronti delle pressioni finalizzate ad aumentare l’offerta di moneta.

Il principale obiettivo del “gold standard” potrebbe essere identificato attraverso le parole di D. Ricardo: *“Assicurare il pubblico contro tutte le variazioni nel valore della moneta che non siano quelle a cui va soggetto lo stesso standard e, nello stesso tempo, effettuare la circolazione con il mezzo meno costoso ...”, “...né uno Stato né una banca hanno mai avuto il potere illimitato di emettere cartamoneta, senza abusarne: in tutti gli Stati perciò l’emissione di cartamoneta dovrebbe essere soggetta a qualche freno e controllo; e nulla*

¹² In economia e finanza, con il termine “valore nominale” si fa riferimento al valore teorico associato ad un determinato bene, in contrapposizione con il “valore di mercato” che invece è influenzato dalla domanda e dall’offerta relativi al bene in questione.

sembra così appropriato, a questo scopo, come l'obbligo imposto a chi emette cartamoneta di convertire i suoi biglietti in oro coniato oppure grezzo"¹³.

Tuttavia, sorsero alcuni problemi quando diversi paesi, presentando di frequente una bilancia dei pagamenti in negativo, si trovarono costretti a dover diminuire le riserve di oro al fine di limare il proprio disavanzo assumendosi il rischio dell'esaurimento delle proprie giacenze. La principale conseguenza di tale problematica conosceva come soluzione la svalutazione della propria moneta; ciò avrebbe però provocato una situazione di instabilità, che si sarebbe diffusa anche nelle economie collegate al paese in difficoltà, causando ulteriori difficoltà, quali inflazione e disoccupazione.

Il "gold standard", eccetto per gli Usa dove durò fino al 1933, cessò di esistere nel 1914, in concomitanza con lo scoppio della Prima guerra mondiale. I gravi squilibri economici generati dallo scontro, resero arduo il ritorno al sistema aureo. L'incremento del debito pubblico, l'inflazione, le riparazioni di guerra comportarono un costo così elevato da rendere impossibile il ritorno alla normalità. Per farlo, in campo monetario, bisognava ripristinare la convertibilità dei biglietti cartacei, e ripristinare il "gold standard". Ma, poiché i prezzi erano cresciuti molto di più dello stock aureo detenuto dalle banche centrali, la quantità di quest'ultimo non era sufficiente a garantire i biglietti emessi.

Nell'aprile del 1922 la Conferenza Monetaria Internazionale di Genova gettò i presupposti per innovare il sistema monetario e sancì l'adozione del "gold exchange standard"¹⁴. Il nuovo sistema monetario consisteva nel fatto che le riserve delle banche che emettevano moneta potevano essere costituite non solo da riserve di oro, ma anche da valute convertibili in oro (denominate "valute-chiave"). Pertanto, il marco, il dollaro, il franco e la sterlina divennero tutte delle "valute-chiave". Tale meccanismo era finalizzato a stabilizzare il valore dell'oro, in quanto auspicava ad una maggiore cooperazione internazionale. Tuttavia, le banche centrali erano restie alla cooperazione, poiché ancora culturalmente legate al precedente sistema aureo: continuavano ad accumulare riserve di oro, contribuendo ad incrementare il fenomeno di deflazione. Di conseguenza, il nuovo assetto non lasciava margini di manovra sufficientemente ampi e non si mostrò credibile come il precedente.

¹³ "Sui principi dell'economia politica e della tassazione", D. Ricardo, 1817

¹⁴ "Moneta e banche attraverso i secoli", De Simone E, (FrancoAngeli, 2002), pag.369

Infatti, proprio con il “gold exchange standard” ci fu la grande depressione del 1929. Tale crisi rappresentò un periodo durissimo per l’economia, senza precedenti, e costituì inoltre un fenomeno universale. Iniziò infatti dagli Stati Uniti per poi colpire tutti i grandi paesi del mondo capitalistico, in quanto essi erano ormai legati tra loro da stabili connessioni finanziarie ed economiche.

Il continuo aumento dei titoli in circolazione emessi dagli intermediari finanziari e dalle banche, creò una febbre speculativa che faceva credere a ingenti profitti in brevissimo tempo e che colpì non solo i grandi investitori istituzionali ma anche i piccoli risparmiatori. Inoltre la bolla fu amplificata dal rating associato ai titoli in circolazione, il quale, poiché venne mantenuto alto e stabile in quel periodo, lasciava prevedere tutto tranne che un tracollo del mercato.

Tale fenomeno precipitò inevitabilmente in quel famoso martedì nero, presentando un’offerta di circa 33 milioni di dollari di titoli in circolazione con una domanda pressoché nulla. Iniziarono così le prime ed inevitabili dichiarazioni di fallimento di molte banche ed agenti di cambio.

La crisi finanziaria fece scaturire una crisi di sovrapproduzione che si propagò anche negli altri paesi, poiché, come già detto in precedenza, tutte le più grandi economie erano commercialmente legate tra di loro; di conseguenza, un crollo da parte di un protagonista così importante come gli Stati Uniti, avrebbe portato a fondo tutti gli altri paesi ad essa connessi finanziariamente e/o commercialmente. Per questo motivo, nel 1931 i vari Stati governativi decisero di sospendere il “gold exchange standard”.

Con tale crisi finanziaria, sotto il profilo monetario, si intuì che era mancato un sufficiente coordinamento fra le varie banche ed intermediari finanziari, ed anzi, era addirittura cresciuta una rivalità economico-finanziaria dovuta all’antagonismo tra le valute chiave, soprattutto tra dollaro, franco e sterlina.

Il disordine monetario degli anni trenta comportò l’esigenza di una nuova riforma monetaria, il quale venne individuato e successivamente applicato nel secondo dopoguerra. Durante la seconda guerra mondiale, gli americani e inglesi avevano accennato ad un nuovo sistema economico internazionale, grazie alle idee proposte in ambito accademico, principalmente riconducibili agli economisti Harry Dexter White (Boston, 9 ottobre 1892 – Fitzwilliam, 16 agosto 1948) e J. M. Keynes (Cambridge, 5 giugno 1883 – Tilton, 21 aprile 1946). Entrambi avevano pubblicato nel 1942 alcuni scritti che ponevano le basi per una

necessaria cooperazione economica internazionale al fine di evitare che non insorgessero nuovamente asti o antagonismi come avvenuto nel periodo successivo alla grande crisi finanziaria del 1929.

Mentre J. M. Keynes proponeva l'introduzione di una "Banca Centrale" che avrebbe usato una moneta legata all'oro, H. D. White avanzò come proposta quella di costituire un "Fondo di Stabilizzazione Internazionale", che si sarebbe occupato di aiutare i paesi in momentanea difficoltà attraverso la concessione di prestiti a breve termine.

Chiaramente i due economisti avevano l'obiettivo di proteggere i loro rispettivi paesi, ovvero l'Inghilterra (per J. M. Keynes) e gli Stati Uniti (per H. D. White). Il primo aveva bisogno infatti di crediti poiché registrava ingenti importazioni dagli altri paesi, mentre il secondo mirava principalmente alla stabilizzazione dei tassi di cambio, dato che rappresentava il maggior esportatore del mondo. Tra le due scuole di pensiero, ebbe la meglio quella che rappresentava gli Stati Uniti, e si avviò un processo basato dunque sul "piano White".

Così nel 1944 a Bretton Woods, una località di villeggiatura del New Hampshire, si tenne una conferenza alla quale presero parte i rappresentanti di 44 paesi per discutere riguardo alle politiche monetarie future.

L'obiettivo principale degli ideatori di Bretton Woods era quello di ristabilire un regime di cambi fissi e di un controllo strutturato sui movimenti di capitale, al fine di incentivare ciascun paese al perseguimento di politiche mirate alla piena occupazione.

Gli accordi raggiunti prevedevano la costituzione di due organismi: il Fondo monetario internazionale e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, anche nota come Banca mondiale. Le attività dei due organismi iniziarono nel 1946, con l'obiettivo di stabilizzare appunto la parità dei cambi, fare in modo che le norme riguardanti il funzionamento del sistema monetario internazionale fossero rispettate ed inoltre favorire la cooperazione monetaria ed economica.

Nello specifico, il Fondo monetario internazionale, dotato di un plafond di circa 10 miliardi di dollari, doveva svolgere anche una funzione creditizia. Questo nuovo sistema monetario era una rivisitazione del "gold exchange standard", con la differenza che in questa versione era solo il dollaro statunitense a poter essere convertito in oro al prezzo di 35 dollari per oncia di oro fino. Tale attività era riservata esclusivamente alle banche centrali. Con la reintroduzione del sistema dei cambi fissi, ogni paese doveva dichiarare il

valore della propria moneta rispetto all'oro ed impegnarsi a mantenere quel tasso di cambio con un margine di un punto percentuale in positivo o negativo. Nel caso in cui un paese avesse avuto difficoltà nel mantenere il tasso di cambio dichiarato, ovvero in situazioni di “squilibrio fondamentale”, il Fondo monetario sarebbe intervenuto modificando eventualmente il tasso di cambio o, in casi meno gravi, fornendo la valuta necessaria.

I tassi furono fissati nella metà degli anni '40, ma il sistema iniziò a funzionare solo a partire dal 1958, quando le monete potevano essere nuovamente convertite in altre valute.

Eppure, anche gli accordi di Bretton Woods non hanno rappresentato la soluzione definitiva. Il sistema monetario, basandosi su un regime di cambi fissi incentrato sul dollaro, incise negativamente sul funzionamento e sull'operatività dell'intero sistema internazionale e provocò l'abbandono del riferimento all'oro.

Le economie mondiali, infatti, sono tantissime e ognuna di queste ha interessi e attitudini differenti che, come abbiamo visto e come vedremo di seguito, dopo pochi anni avrebbero portato il sistema ad un collasso.

Per quanto riguarda il nuovo trattato monetario firmato nel New Hampshire, si dovrà aspettare il 1971 anno nel quale fu sospesa la convertibilità del dollaro e venne introdotto il sistema dei cambi flessibili, detti anche fluttuanti.

Il crollo di Bretton Woods iniziò infatti con il fallimento del sistema monetario internazionale, in quanto gli Stati Uniti dovettero finanziare spese militari all'estero, prestare aiuti e supporto economico ai paesi in via di sviluppo, creando in questo modo liquidità internazionale. Inoltre erano soprattutto le imprese americane quelle che investivano all'estero.

I dollari, una volta usciti dagli Stati Uniti non sarebbero più rientrati, poiché venivano conservati come riserve presso le banche centrali degli altri paesi. Queste ultime infatti, attraverso le riserve in dollari, emettevano la propria moneta e/o utilizzavano la moneta statunitense per effettuare dei pagamenti internazionali. In questo modo, quando intorno alla metà degli anni sessanta molti paesi decisero di convertire i dollari in loro possesso in oro, le riserve auree americane diminuirono e, nel 1968, il 75% dei dollari in circolazione non era più garantito. La situazione peggiorò drasticamente nell'anno successivo quando la sterlina fu svalutata del 15% rispetto al dollaro; tale fenomeno venne presto seguito dal franco e dal marco rispettivamente svalutato e rivalutato.

Il sistema dei cambi fissi si era ormai deteriorato e si aprì una nuova crisi nel 1971 in coincidenza con la fluttuazione del marco tedesco e del fiorino olandese. Richard Nixon, presidente degli Stati Uniti da gennaio 1969 ad agosto 1974, dovette procedere all'unica via possibile per alleggerire le riserve auree americane dalla pressione a cui erano sottoposte. Così, il 15 agosto del 1971 dichiarò l'inconvertibilità con l'oro. In questo modo cancellò l'impegno americano nel cambiare i dollari in possesso dagli altri paesi in oro.

La sospensione della convertibilità del dollaro e l'introduzione del sistema dei cambi fluttuanti costituì una trasformazione epocale in quanto, di fatto, dopo centinaia di anni veniva ufficialmente reciso il legame tra moneta legale e oro.

Nel corso degli anni settanta, dopo la fine di Bretton Woods, l'economia mondiale fu caratterizzata da tassi di inflazione elevati e variabili. Tali fluttuazioni vennero stabilizzate quando le politiche monetarie si orientarono verso una maggiore stabilità dei prezzi e tassi di cambio caratterizzati da frequenti oscillazioni.

Un esempio può essere rappresentato dallo "Smithsonian Agreement", l'intesa firmata a dicembre 1971, presso lo "Smithsonian Institute di Washington" dai paesi più industrializzati al tempo. L'obiettivo dell'accordo era appunto quello di dare nuovamente stabilità al sistema monetario internazionale. Nello specifico, gli Stati Uniti si impegnavano ad eliminare la tassazione aggiuntiva del 10% che veniva applicata sulle importazioni dall'estero. Con riferimento ai tassi di cambio, venne inoltre deciso di allargare i margini di fluttuazione dei cambi dall'1% al 2,25% in più o in meno rispetto all'andamento del dollaro e di svalutare quest'ultimo nei confronti dell'oro di circa l'8% (fenomeno che comportò un aumento del prezzo dell'oro da circa 35 a circa 38 dollari per oncia di fino). Tali scelte determinarono fondamentalmente una rivalutazione delle principali valute estere (e.g. Austria, Belgio, Germania, Giappone, Olanda, etc.) sia nella parità in oro, sia in dollari.

Capitolo 2: L'inizio della fluttuazione monetaria, il ruolo delle banche in Europa e le manovre di politica monetaria all'interno dell'Eurozona

La fine degli accordi di Bretton Woods segnano il definitivo abbandono del sistema monetario definito con il nome di “gold exchange standard” e, soprattutto, decretarono l'epilogo del legame della moneta con l'oro.

In passato la moneta ha sempre assunto un proprio valore intrinseco, come nel caso delle monete metalliche, successivamente, dopo il termine degli accordi di Bretton Woods firmati nel 1944, l'emissione di moneta veniva regolata dalle relative banche centrali semplicemente in base alla domanda e all'offerta ed al periodo in considerazione, ma comunque non strettamente basata su riserve auree.

Dunque, il passaggio che ci fu a cavallo dei primi anni '70 fu veramente dirompente; la banconota, infatti, diventò per la prima volta un qualcosa alla quale esperti economisti cominciarono ad attribuirvi un valore, cercando di mantenerlo stabile attraverso la gestione delle emissioni ad essa associate. Chiaramente, il tutto doveva essere gestito alla massima perfezione, poiché, come abbiamo visto nel capitolo precedente, bastava un periodo di crisi in un paese particolarmente influente in termini economico-finanziari, per far tracollare l'economia globale.

2.1 – Principali conseguenze connesse alla fine degli accordi di Bretton Woods

Come detto precedentemente, una così drastica modifica del sistema monetario, mai vista prima, avrebbe richiesto del tempo per essere perfezionata, in quanto, gestire tutte le

oscillazioni delle monete di paesi con economie e culture diverse, sembrava una vera e propria utopia, la quale però, dopo gli accordi di Bretton Woods, divenne realtà.

Sicuramente la crisi petrolifera avvenuta nel 1973¹⁵, non aiutò affatto il nuovo sistema monetario.

Le crisi petrolifera, definita anche crisi energetica del 1973, fu determinata dagli Stati arabi che rappresentavano i principali produttori di petrolio; questi ultimi, contrari alla decisione presa dai paesi occidentali di sostenere lo Stato di Israele durante la guerra del Kippur¹⁶, stabilirono di tagliare del 25% le esportazioni del greggio verso l'Occidente. Il blocco del petrolio causò una forte crisi energetica che determinò un vertiginoso aumento del prezzo del petrolio, soprattutto nei paesi più industrializzati, dove il petrolio veniva utilizzato non solo come materia prima, ma anche come risorsa energetica per usi industriali e di consumo (e.g. luce, riscaldamento, etc.).

Molti paesi europei, tra cui l'Italia, al fine di rispondere alla crisi, implementarono piani nazionali di austerità per il risparmio energetico e provvedimenti volti a diminuire il consumo del petrolio. Tali dinamiche comportarono una contrazione nei consumi e una diminuzione della produzione da parte dei paesi più industrializzati. Ogni anno i prezzi videro elevati aumenti e l'inflazione raggiunse valori senza precedenti, ad esempio da dicembre 1972 a dicembre 1973 in Italia si registrò un tasso di inflazione pari a 12,52%, per poi raggiungere picchi più alti nell'anno successivo (dicembre 1973 – dicembre 1974) pari a 24,50%¹⁷.

¹⁵ “Moneta e banche attraverso i secoli”, De Simone E., (FrancoAngeli, 2002), pag.290

¹⁶ Conflitto armato durato dal 6 a 25 ottobre 1973 tra Israele e una coalizione di paesi arabi, tra cui i principali esponenti furono Egitto e Siria

¹⁷ Fonte: *inflation.eu – worldwide inflation data* (inflazione – CPI)



Fonte: *inflation.eu – worldwide inflation data* (inflazione – CPI)¹⁸

Il sistema monetario post-1971, pertanto, conobbe in quel periodo la sua prima crisi economica, coinvolgendo anche il settore bancario. L’abbandono delle parità fisse favorì la speculazione, poiché il tasso di inflazione e, chiaramente, la variabilità dei tassi di cambio delle valute erano aumentati notevolmente, ingolosendo tutti gli investitori.

Il primo paese che venne colpito dalla crisi fu la Gran Bretagna, in quanto aveva rappresentato uno dei paesi che negli ultimi anni si era particolarmente sviluppato dal punto di vista bancario. Il problema scaturì da una tutt’altro che ferrea legislazione riguardante le banche secondarie, ossia le banche con sede a Londra ma con operatività all’estero, le cosiddette “merchant banks” e “banche inglesi d’oltremare”.

L’errore fu nel fatto che queste ultime non vennero controllate rigidamente dalla Banca d’Inghilterra, nonostante tutte queste banche secondarie fossero potenzialmente pericolose per l’economia britannica, dato che si occupavano di attività speculative, come fondi comuni d’investimento, prestiti e attività inerenti al mercato immobiliare. La cattiva gestione, e il mancato controllo da parte della Banca d’Inghilterra, comportò un raddoppiamento dei tassi d’interesse a breve termine su prestiti che avevano negoziato le

¹⁸ Si tratta dell’inflazione storica annuale, ovvero il CPI registrato a dicembre dell’anno di riferimento rispetto al CPI del dicembre dell’anno precedente

banche inglesi per 2/3. Di conseguenza, alcune furono salvate grazie all'intervento della Banca Centrale, mentre altre furono inevitabilmente lasciate fallire.

Anche in Germania ci fu il collasso di alcune banche, molte delle quali anche importanti e rinomate, come la "Herstatt"¹⁹, la quale fu messa in liquidazione, a causa di pesanti indebitamenti nei confronti di banche inglesi e americane, sempre a causa di attività speculative svolte senza logica.

La crisi bancaria non salvò nemmeno gli Stati Uniti, dove alcune delle banche più grandi, dopo aver speculato nel settore immobiliare e nell'edilizia, non videro un punto di ritorno, ed infatti, nel 1974, la "Franklin National Bank"²⁰ di New York fu posta in liquidazione.

In un primo momento, potrebbe sembrare che la crisi bancaria fosse stata associata esclusivamente alla speculazione, in realtà si notò più avanti che la depressione economica fu causata da una malsana gestione sia da parte delle banche secondarie, la maggior parte delle quali conobbe il fallimento, sia da parte di banche di maggiori dimensioni.

La maggior parte delle banche in difficoltà, condusse la propria gestione economico-finanziaria verso un disperato tentativo di recuperare le perdite, dovute alla cattiva gestione, speculando all'interno del mercato dei cambi.

I crolli del 1974 indussero le autorità monetarie a disciplinare meglio l'attività bancaria e degli intermediari finanziari, esercitando forme di controllo più ristrette nei confronti soprattutto delle banche secondarie, le quali si erano mostrate abbastanza deboli nel difendersi autonomamente.

In Italia, nel 1974, venne approvato un decreto²¹ che permetteva alla Banca d'Italia di supportare, in caso di bisogno, le banche secondarie elargendo prestiti a tassi estremamente agevolati.

Lo stesso meccanismo avvenne in Germania, dove venne creata un'istituzione finanziaria finalizzata a fornire liquidità ogni volta che una banca ne avesse avuto seriamente bisogno.

Anche la Gran Bretagna si mobilitò per rivedere il proprio sistema bancario. Venne infatti introdotto il "banking act", secondo il quale le banche, al fine di poter esercitare la loro funzione creditizia, dovevano richiedere un permesso alle autorità competenti, scegliendo

¹⁹ Si tratta di una banca con sede legale a Colonia, fondata nel 1955 e fallita il 26 giugno 1974. Quest'ultimo avvenimento ha contribuito ad evidenziare la presenza del "rischio di regolamento" relativo alle operazioni in cambi

²⁰ Banca, con sede nella Franklin Square di Long Island e fondata nel 1926, rappresentò la ventesima banca per volume di affari negli Stati Uniti prima del fallimento avvenuto nel 1974

²¹ "Moneta e banche attraverso i secoli", De Simone E, (FrancoAngeli, 2002), pag. 347

che tipo di attività svolgere, ovvero, se sotto il profilo di banche riconosciute o come istituzioni autorizzate a raccogliere depositi. Infine, anche in Inghilterra la Banca Centrale assunse il ruolo di supervisore nei confronti del sistema bancario nazionale, con la possibilità di concedere sussidi alle banche ed intermediari finanziari in seria difficoltà. Nel corso dei prossimi paragrafi, si è scelto di focalizzare l'attenzione sulle dinamiche avvenute in ambito economico-monetario all'interno dei paesi europei.

2.2 – La fluttuazione monetaria, il ruolo delle banche in Europa e la nascita dell'Unione Europea

Come delineato precedentemente, i nuovi istituti di vigilanza furono principalmente introdotti in Germania, Inghilterra e Italia, probabilmente perché queste nazioni furono quelle più colpite dalla crisi degli anni settanta.

L'istituzione di nuove misure di vigilanza, riuscì a risolvere solo in parte i problemi affrontati negli anni settanta. Infatti un rigido controllo nei confronti delle numerose banche secondarie, da quel momento, avrebbe notevolmente limitato la rilevanza delle speculazioni ed un eventuale periodo in perdita di questi piccoli istituti finanziari sarebbe stato colmato dalle banche centrali, le quali, da quel momento in poi, tra le altre mansioni che ordinariamente svolgevano, avrebbero dovuto esercitare anche quella di supervisori e concessori di prestiti a tassi favorevoli/agevolati.

Inoltre, come detto, nel 1979, le politiche monetarie introdotte erano finalizzate al tentativo di limitare fortemente le oscillazioni dei cambi fra le valute europee. Tuttavia, il problema di fondo ancora non era stato risolto; infatti, ogni paese a quei tempi aveva una propria moneta nazionale. Poiché i tassi non erano fissati e non vi erano strette regolamentazioni riguardo il tasso di inflazione, l'esistenza di numerose monete differenti tra i vari paesi, aumentava esponenzialmente il rischio di andare incontro in breve tempo ad una nuova crisi.

Pertanto, verso la fine degli anni '80, il disegno di una moneta unica iniziò a prendere piede e, solo pochi anni dopo, ovvero nel 1992, venne stipulato il Trattato di Maastricht²². Esso ha segnato l'inizio di *“una nuova fase nel processo di realizzazione di un'unione sempre più stretta fra i popoli europei”*²³.

In tale sede venne stabilita l'unione politica, economica e monetaria dei paesi appartenenti all'Unione Europea.

Oltreché stabilire ed ampliare significativamente vari ambiti di cooperazione tra i paesi europei (e.g. cittadinanza europea, cooperazione più stretta a livello giudiziario, estensione delle politiche estere in termini di sicurezza comune), il Trattato ha creato le premesse per l'introduzione di una moneta unica europea.

Infatti, una delle iniziative più rilevanti del Trattato di Maastricht, fu sicuramente l'istituzione della Banca Centrale Europea (“BCE”) e il Sistema europeo di Banche Centrali (“SEBC”) con le relative funzioni.

*“L'obiettivo principale del Sistema Europeo di Banche Centrali [...] è il mantenimento della stabilità dei prezzi”*²⁴.

Sotto il profilo economico-monetario, gli esponenti europei dei paesi che aderirono al Trattato designarono un processo di transizione che sarebbe culminato con l'introduzione nei mercati di una moneta unica europea. Le principali fasi furono le seguenti²⁵:

- fase 1: introduzione della libera circolazione dei capitali tra gli Stati membri;
- fase 2: cooperazione rafforzata tra Banche Centrali nazionali dei singoli Stati membri, con l'implementazione di un allineamento frequente delle politiche economiche di questi ultimi;
- fase 3: introduzione (graduale) della moneta unica europea e attuazione di una politica monetaria unica, di competenza della BCE.

²² Riconosciuto anche come il Trattato sull'Unione Europea, venne firmato a Maastricht (città olandese vicino alla frontiera con la Germania e il Belgio) il 7 febbraio 1992 e vide l'unione di 12 paesi europei: Italia, Spagna, Francia, Portogallo, Paesi Bassi, Lussemburgo, Belgio, Germania, Danimarca, Grecia, Regno Unito e Irlanda. Il Trattato è entrato formalmente in vigore il 1 novembre 1993, che rappresenta la data ufficiale di istituzione dell'Unione Europea

²³ Sito ufficiale “Banca Centrale Europea” (www.ecb.europa.eu)

²⁴ Articolo 127, paragrafo 1, del Trattato di Maastricht

²⁵ Sito ufficiale “Banca Centrale Europea” (www.ecb.europa.eu)

Inoltre, è fondamentale evidenziare che i paesi che aderirono al Trattato di Maastricht, si vincolarono nel rispettare alcuni criteri, i quali vennero fissati rigidamente. In sintesi essi riguardavano²⁶:

- il deficit annuale del bilancio statale: la differenza tra entrate e le uscite non doveva superare i tre punti percentuali rispetto al Prodotto Interno Lordo (“PIL”), eccetto particolari casi eccezionali, ma comunque limitatamente ad un breve periodo di tempo;
- il debito pubblico non poteva superare i sessanta punti percentuali del PIL. I paesi con un debito che superava questa soglia erano costretti ad attuare politiche monetarie finalizzate a ridurlo gradualmente di anno in anno;
- il tasso di inflazione non doveva superare un punto e mezzo percentuale il tasso d’inflazione medio calcolato tra i tre paesi membri che presentavano il livello inflazionistico più basso;
- i tassi di interesse a lungo termine non dovevano superare di più di due punti percentuali il tasso medio dei tre paesi con il più basso tasso d’ inflazione.

Con riferimento alle precedenti tematiche, non mancarono le critiche che emersero durante la redazione del Trattato di Maastricht. Si questionò il fatto che i criteri fissati in sede di Trattato, limitavano fortemente l’indebitamento, riducendo quindi le possibilità di crescita economica di alcuni Stati membri.

I principi inoltre, si basavano esclusivamente sulla situazione economico-finanziaria di quel periodo storico, ed era evidente che un paese come la Germania, che in quegli anni vantava una solida stabilità economica, potesse trarre troppi benefici da quelle normative.

Tutt’altro avvenne invece per paesi come l’Italia, l’Irlanda, la Spagna e la Grecia, i quali erano caratterizzati da una situazione economica meno florida della Germania, e per tutti quegli altri paesi del continente europeo che addirittura si videro impossibilitati nel poter aderire alla stessa Unione Europea.

Infatti, solo i paesi che rispettavano i suddetti criteri, o che comunque, attraverso politiche monetarie mirate, li avrebbero raggiunti, rientrarono nel Trattato di Maastricht.

²⁶ “Moneta e banche attraverso i secoli”, De Simone E., (FrancoAngeli, 2002), pag. 214

Tuttavia, è rilevante notare che la Germania, la quale in quel periodo si poteva definire la nazione più solida d'Europa in termini economico-finanziari, trasse grandi benefici da questi parametri molto severi, i quali avrebbero potuto supportare una forte stabilità dell'Euro.

Un paese che ha dovuto attuare drastiche politiche di risanamento a causa di questi vincoli fu proprio l'Italia, la quale, al fine di rispettare i criteri sottoscritti nel Trattato di Maastricht, dovette costringere i propri cittadini ad enormi sacrifici causati da una forte tassazione.

Dei quindici paesi che facevano parte dell'Unione Europea, solo undici presero parte al nuovo sistema monetario. Rimasero fuori dall'Eurozona, come d'altronde tuttora, importanti economie europee, come il Regno Unito, la Danimarca e la Svezia.

Con riferimento al nuovo sistema monetario, l'istituzione della Banca Centrale Europea e del Sistema Europeo di Banche Centrali e il ruolo che essi hanno rivestito e tuttora rivestono all'interno dell'Unione Europea, rappresentano dei nodi cruciali ai fini degli studi ed analisi relative all'elaborato in questione.

Risulta essenziale evidenziare la distinzione fra l'"Eurosistema" e il SEBC, in quanto, mentre il primo è formato dalla BCE e dalle Banche Centrali Nazionali ("BCN") degli Stati membri dell'UE che hanno aderito alla moneta unica europea, il SEBC comprende la BCE e le BCN di tutti i paesi dell'Unione Europea²⁷. Questa differente classificazione continua ad avere il suo importante significato poiché vi sono Paesi membri dell'Unione Europea che non hanno aderito alla moneta unica.

L'Eurosistema svolge innanzitutto la funzione²⁸ di emettere moneta gestendo così l'offerta monetaria all'interno dei mercati europei; con l'introduzione di una politica monetaria unica, tale ruolo è andato pertanto a sostituire le attività ordinarie di emissione monetaria proprie delle singole Banche Centrali Nazionali, le quali, dopo la redazione del Trattato di Maastricht, hanno iniziato a svolgere una funzione di controllo e vigilanza nei confronti del proprio sistema bancario e quindi delle banche operanti nel relativo territorio nazionale.

Inoltre, la BCE detiene e si occupa della gestione delle riserve ufficiali dei paesi appartenenti all'Eurosistema. Al fine di garantire gli obiettivi di sicurezza, liquidità e

²⁷ Articolo 282, paragrafo 1, del Trattato di Maastricht

²⁸ Il dettaglio delle funzioni svolte dall'Eurosistema è stato estrapolato dall'articolo 127, paragrafo 2, del Trattato di Maastricht

rendimento, la composizione delle riserve ufficiali muta nel tempo in base alle oscillazioni di mercato e agli avvenimenti che caratterizzano il sistema economico-finanziario globale.

Al 31 dicembre 2017 le riserve ufficiali detenute dalla BCE²⁹ risultano essere pari a circa 62 miliardi di euro, composti principalmente da riserve in valute estere (e.g. dollari statunitensi, yen giapponesi, renminbi cinesi, etc.) per circa 44 miliardi di euro e riserve di oro pari a circa 18 miliardi di euro.

Un'altra funzione rilevante effettuata dalla Banca Centrale Europea, è quella di svolgere operazioni in valuta estera (cosiddette “operazioni su cambi”), al fine di tutelare i livelli di rischio associati alle oscillazioni sui tassi di cambio.

La BCE, tra i principali compiti, ha anche quello di regolare il funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento.

Sotto il profilo della governance, la guida della banca è affidata ad un Presidente, che attualmente è Mario Draghi, da un vicepresidente e da altri quattro componenti votati dagli Stati membri; l'insieme di queste figure istituzionali forma il Comitato Esecutivo della BCE.

Il Consiglio Direttivo della BCE è invece costituito dai componenti di cui sopra con l'aggiunta dei governatori delle singole Banche Centrali degli Stati membri.

Al fine di avere una maggiore comprensione dell'articolazione e suddivisione dei poteri all'interno della BCE, si riporta di seguito la struttura di governance della stessa e i principali organi decisionali.

²⁹ “*Template on international reserves and foreign currency liquidity*”, *European Central Bank*



Fonte: *ecb.europa.eu – the decision-making bodies of the ECB*

Prima di illustrare le manovre economico-monетarie effettuate dalla BCE dalla sua costituzione alle circostanze connesse agli avvenimenti di crisi economica avvenuti negli ultimi anni, si ritiene opportuno illustrare con maggior dettaglio l'introduzione della moneta unica europea all'interno dei mercati.

2.3 – L'introduzione di una moneta unica: l'Euro

Il 1 gennaio 1999 venne introdotta la moneta unica europea: l'Euro. Tuttavia, durante questo periodo, l'Euro diventò la moneta unica europea ma solo dal punto di vista finanziario.

Bisognerà aspettare il 1 gennaio del 2002 per vedere l'introduzione delle nuove banconote e monete metalliche che presero il posto delle vecchie monete nazionali ritirate in pochi mesi dalle Banche Centrali Nazionali. Da quel giorno in poi, come detto nel precedente paragrafo, l'emissione monetaria fu regolata solamente dalla Banca Centrale Europea, affiancata appunto dal Sistema Europeo di Banche Centrali.

Il valore della nuova moneta europea, l'Euro, era stato inizialmente fissato pari all'ECU ("European Currency Unit"), unità di conto europea introdotta nel 1979 nell'ambito del Sistema Monetario Europeo. Denominata anche "scudo", l'ECU consisteva in un paniere

di monete europee ed era fortemente utilizzato come unità di scambio in merito alle transazioni ufficiali che avvenivano tra le varie Banche Centrali appartenenti alla Comunità Europea.

L'ECU cessò appunto di esistere dal 1 gennaio 1999, quando venne ufficialmente introdotto l'Euro e il suo valore confluì definitivamente nel valore iniziale associato alla nuova moneta europea.

In sostanza, con l'introduzione dell'Euro, si passò da una moneta puramente ideale ad una moneta che assumeva una vera e propria identità reale.

L'Euro, che mira a diventare una delle monete più forti dell'universo, ad oggi conta 330 milioni di persone³⁰ che la detengono come propria moneta nazionale.

Tuttavia, il corso della sua moneta, che registrò un andamento più che positivo durante i primi anni dalla sua introduzione, subì un rallentamento, poiché paesi come la Grecia, la Spagna e l'Italia, nonostante gli impegni assunti per migliorare la percentuale di indebitamento e i livelli di inflazione prefissati durante il Trattato di Maastricht, non erano riusciti a pieno nel loro intento. Soprattutto il primo, la Grecia, creò non pochi problemi all'Eurozona. Dopo aver celato per anni la critica situazione dei conti pubblici, nel 2010 venne allo scoperto la reale crisi che costò all'Euro una perdita di valore notevolissima pari a circa il 20%.

Di conseguenza, il dollaro riprese chiaramente valore rispetto all'Euro e il tasso di cambio passò dal 1,5 del 2008 ad intorno l'1,2 solo due anni più tardi, avvantaggiando però in ogni caso le esportazioni da parte dei paesi membri dell'Unione Europea.

La situazione critica della Grecia, caratterizzata da un periodo turbolento dove le agenzie di rating³¹ iniziarono anche a declassare il debito greco, richiese un sostegno finanziario da parte delle istituzioni internazionali. Pertanto, nell'aprile del 2010, l'Unione Europea e il Fondo Monetario Internazionale vararono un primo piano di aiuti per circa 110 miliardi di euro (80 miliardi di euro di prestiti da IMF e 30 miliardi di euro da parte dei Paesi membri dell'UE). D'altro canto, la Grecia si impegnò a ratificare un piano di austerità che prevedeva tagli alle pensioni e ai salari, riforme strutturali e aumenti sostanziali delle tasse.

³⁰ Fonte: Istat

³¹ Rappresentano delle società che assegnano una valutazione in merito alla stabilità economico-patrimoniale di determinate società o di Stati. Attualmente le società di rating più rilevanti sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings

Una situazione analoga fu rappresentata dalla situazione debitoria Irlandese, la quale, soprattutto verso la fine del 2010, ha fortemente influenzato il mercato valutario.

La condizione dell'Irlanda si era infatti rivelata abbastanza critica in quanto il deficit pubblico continuava a registrare un aumento, dal 14% sul PIL registrato nel 2009 (principalmente dovuto alla crisi finanziaria globale), a valori superiori al 30% sul PIL nel corso del terzo trimestre del 2010³². Inoltre, anche dal punto di vista del settore bancario, la situazione non era affatto confortante, difatti i dati comunicati dalla Banca Centrale Irlandese registravano, in quello stesso periodo, che il livello di indebitamento delle banche private irlandesi era aumentato, poiché i prestiti richiesti alla BCE da parte di queste ultime registravano un incremento passando da circa 119 miliardi di euro a fine settembre 2010 a circa 130 miliardi di euro a fine ottobre 2010³³.

In un primo momento, il Governo Irlandese non si mostrò propenso ad aderire ad un meccanismo di aiuti da parte della BCE, in quanto tale scelta avrebbe comportato l'ingerenza da parte delle autorità europee con riferimento alle scelte di politica fiscale irlandese, la quale rilevava dei livelli di tassazione abbastanza ridotti rispetto alla media Europea, al fine di attirare capitali dall'estero.

Il trend negativo dell'Euro incrementò le preoccupazioni all'interno dei mercati valutari e dei vertici dell'Eurozona. Di conseguenza, l'Irlanda accettò il piano di aiuti congiunti da parte della UE, BCE e del Fondo Monetario Internazionale ("IMF")³⁴, il coinvolgimento di quest'ultimo derivava dal fatto che l'istituto vantava maggior competenze tecniche con riferimento alla risoluzione delle problematiche del sistema bancario e delle banche nello specifico.

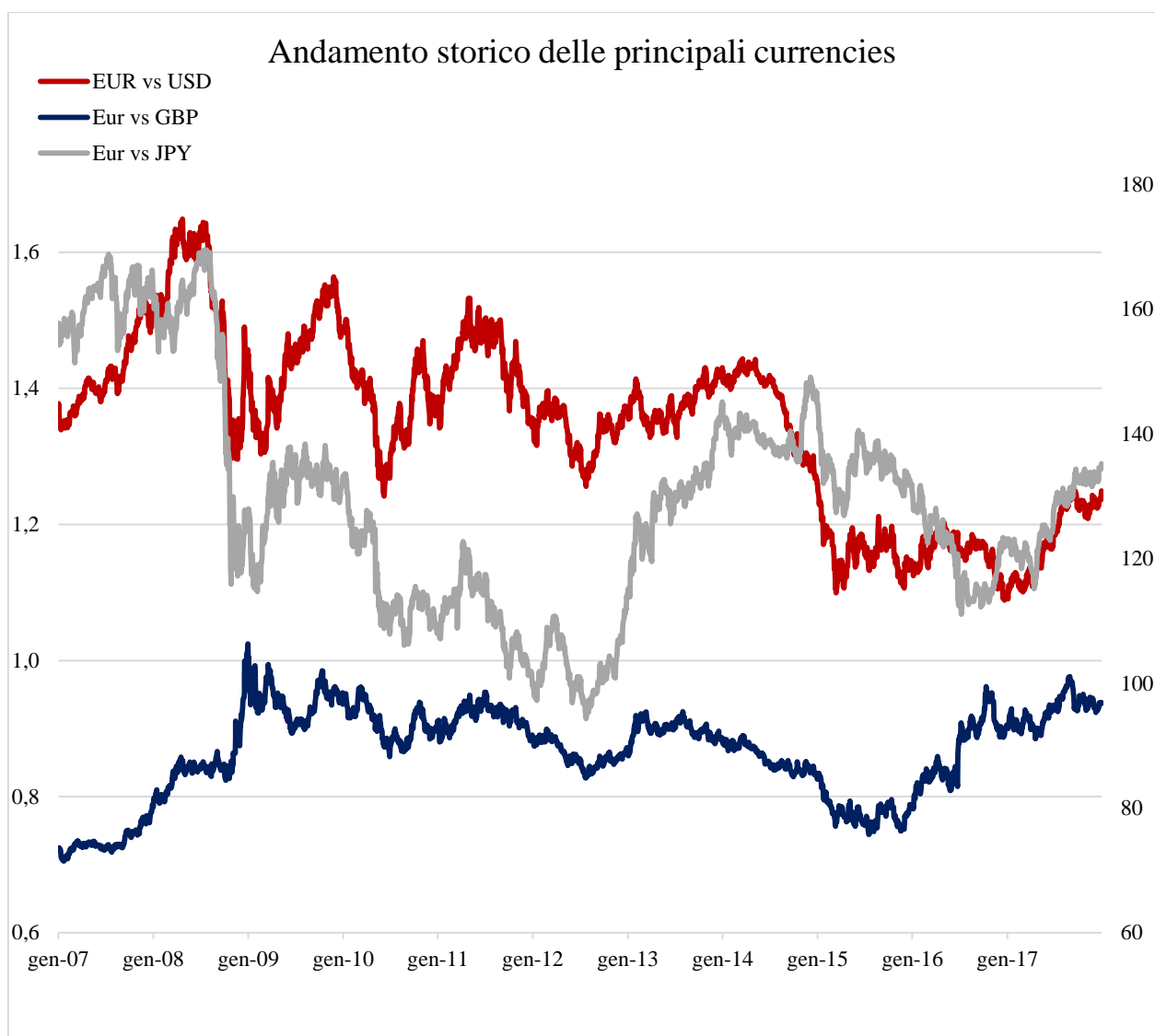
Tale manovra contribuì ad evitare il tracollo economico-finanziario del paese membro dell'Eurozona e migliorò la situazione all'interno dei mercati valutari, garantendo una maggior stabilità con riferimento al trend dell'Euro.

Al fine di agevolare la lettura dell'elaborato, si riporta di seguito l'andamento dei principali tassi di cambio avvenuto nell'ultimo decennio.

³² Fonte: ETF World

³³ Fonte: ETF World

³⁴ Organizzazione internazionale fondata il 27 dicembre 1945 composta dai governi di 189 Paesi; dal 5 luglio 2011 il Fondo è guidato da Christine Lagarde



Fonte: *Thompson Reuters*

2.4 – La gestione della politica monetaria nell'Eurozona dal 1999 ad oggi

L'introduzione dell'Euro e la costituzione della BCE come unica Banca Centrale, con la principale funzione di definire la politica monetaria relativa ai paesi membri dell'Unione Europea, ha comportato svariate innovazioni con riferimento alla funzione delle altre banche e dell'intero sistema bancario, con riferimento al ruolo che questi devono rivestire ed i parametri ai quali devono sottostare per non incorrere in situazioni di difficile gestione e di dissesto finanziario.

La BCE, come riportato precedentemente, coordina le Banche Centrali Nazionali di ogni paese membro dell'Unione Europea, approvando concessioni di erogazione di moneta nei confronti di banche secondarie in difficoltà e facendo in modo che il tasso d'inflazione possa rimanere stabile e ad un livello accettabile, ovvero su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo.

Nel corso di questo paragrafo verranno approfondite le strategie messe in atto dalla BCE nei vari contesti macroeconomici intercorsi negli anni e le relative interazioni tra la politica prudenziale dell'Istituto e la politica monetaria implementata dallo stesso all'interno del sistema finanziario e, in particolare, del sistema bancario europeo, al fine di garantire una solida stabilità sia dei prezzi che finanziaria.

Al fine di regolare e determinare le strategie di politica monetaria che influenzano i mercati finanziari dell'Eurozona, i relativi tassi di cambio, il costo dei finanziamenti ed anche i livelli di debito sovrano dei Paesi membri dell'Eurozona, la BCE opera principalmente attraverso la determinazione di tre tassi ufficiali relativi alle operazioni dell'Eurosistema, che sono fissati, e rivisti mensilmente, dal Consiglio Direttivo della BCE. Essi sono i seguenti³⁵:

- tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale
- tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale (*overnight*³⁶)
- tasso di interesse sui depositi *overnight* presso la BCE

Il primo, ovvero il tasso di rifinanziamento principale, indica la tendenza della politica monetaria che la Banca Centrale Europea è intenta a condurre. Esso rappresenta il parametro associato al costo del denaro nell'Eurozona. Questo tasso determina infatti il costo dell'Euro e dei vari finanziamenti all'interno dell'Eurozona, in quanto viene applicato nella maggior parte delle operazioni di concessione di liquidità da parte della BCE verso le banche appartenenti all'Eurosistema.

Con riferimento al secondo, il tasso di rifinanziamento marginale, consiste nel tasso di riferimento attraverso il quale una banca, probabilmente in tensione di liquidità, può

³⁵ Fonte: Banca d'Italia

³⁶ Tasso di riferimento relativo a prestiti interbancari che hanno la caratteristica di una validità massima di una notte (da cui appunto il termine *overnight*), in quanto si tratta di depositi che devono essere estinti entro le 24 ore successive al momento in cui sono stati costituiti. Tale tasso fornisce un'indicazione in merito alla quantità di liquidità in circolazione; infatti, un alto livello del tasso *overnight* segnala che c'è poca liquidità all'interno dei mercati interbancari

richiedere un prestito *overnight* alla BCE, fornendo come garanzia determinate attività detenute nel proprio bilancio (dell'istituto finanziario che richiede appunto il prestito in questione).

Inoltre, le banche hanno anche la possibilità di depositare presso la BCE della liquidità in eccesso; quest'ultima sarà appunto remunerata al tasso di interesse sui depositi *overnight* presso la BCE.

Pertanto, tali tassi, poiché stabiliti dalla BCE fanno sì che quest'ultima possa avere un controllo diretto all'interno del sistema monetario, vigilando appunto sulla quantità di liquidità da immettere all'interno dell'Eurosistema. Inoltre, la BCE, oltre ad avere un controllo diretto, influenza il sistema bancario anche in maniera indiretta.

Infatti, i tassi di rifinanziamento determinati dalla BCE si riflettono anche nei rapporti reciproci tra le varie banche dell'Eurozona, in quanto hanno una rilevante influenza sull'andamento dei tassi interbancari più rilevanti, ovvero l'Euribor e l'Eonia.

L'Euribor³⁷ rappresenta appunto il tasso di interesse associato ai prestiti interbancari e fornisce un riferimento di prezzo per scadenze che vanno dall'*overnight* ad un anno. L'Euribor è abbastanza noto anche per coloro che non sono esperti di mercati finanziari, in quanto rappresenta il parametro di riferimento associato ai mutui immobiliari a tasso variabile. Pertanto, le decisioni della Banca Centrale vengono riflesse indirettamente anche sulle condizioni finanziarie dei mutui dei cittadini dei Paesi membri dell'Eurozona.

Invece l'Eonia, "*Euro Overnight Index Average*"³⁸, rappresenta, come indicato dal suo termine in inglese, il tasso di interesse medio di riferimento nelle operazioni *overnight* condotte all'interno dei mercati interbancari dell'Eurozona. Poiché il tasso Eonia ha come sottostante di calcolo tassi che hanno un'elevata liquidità, esso viene utilizzato all'interno del mercato monetario dell'area euro come *benchmark* e come indicatore delle aspettative degli operatori finanziari circa l'andamento dei tassi nel brevissimo periodo.

Dopo aver illustrato i principali strumenti attraverso cui opera la BCE e i relativi impatti che essi possono determinare all'interno dei mercati finanziari e dell'economia reale, si può procedere nell'analizzare come la politica monetaria è stata condotta all'interno dell'Eurozona dal 1999, focalizzandosi principalmente sulle strategie implementate durante le instabilità economiche che hanno caratterizzato questi ultimi anni.

³⁷ Fonte: Borsa Italiana

³⁸ Fonte: Borsa Italiana

Sin dall'inizio della sua istituzione, la strategia principale della BCE è stata quella di mantenere una stabilità dei prezzi lungo il medio periodo, implicando nel corso del tempo una continua e attenta analisi dei vari sviluppi sia economici sia monetari che sono avvenuti nel corso degli anni.

La prima fase relativa alla gestione della politica monetaria da parte della BCE può essere definita come un vero e proprio periodo di “transizione verso l'Unione Monetaria”³⁹.

All'inizio del 1999, una combinazione di fattori macro-economici, i più rilevanti dei quali riguardarono il significativo calo del prezzo del petrolio e una deregolamentazione nel settore dei servizi, determinarono un aumento del rischio di una discesa dei prezzi nei primi periodi relativi all'introduzione dell'Euro all'interno dei mercati.

Pertanto, in aprile 1999, al fine di fronteggiare la suddetta minaccia, il Consiglio Direttivo decise di abbassare il tasso di rifinanziamento principale al 2,50%, applicando quindi una riduzione di 50 basis points (“bps”)⁴⁰.

Successivamente, l'anno successivo, l'incremento del livello dei prezzi dovuto alla rapida crescita economica e un contestuale deprezzamento dell'Euro rispetto alle altre valute internazionali, determinò la decisione da parte del Consiglio Direttivo di protrarre l'espansione monetaria, attraverso il progressivo aumento di complessivi 225 bps del tasso di rifinanziamento principale, che raggiunse il 4,75%. Tuttavia, tale strategia comportò non poche preoccupazioni con riferimento al possibile incremento dei prezzi delle importazioni, i quali avrebbero potuto determinare effetti secondari su ampia scala andando ad intaccare anche i salari. Un'altra conseguenza abbastanza rilevante riguardava il progressivo accumulo di liquidità, dovuto appunto dalla protratta espansione dell'offerta di moneta e crediti. Pertanto, la BCE ridusse il tasso di rifinanziamento principale, portandolo ai livelli del 2,00% nei successivi anni.

Il livello del suddetto tasso rimase invariato al 2,00% fino alla fine del 2005, quando il Consiglio Direttivo decise di ridurre gradualmente i livelli della politica monetaria accomodante che caratterizzarono gli anni precedenti ed aumentò quindi il tasso fino a complessivi 225 bps, raggiungendo un livello del 4,25% a luglio 2008.

Successivamente, a seguito del collasso di Lehman Brothers, una delle più rilevanti istituzioni finanziarie americane, avvenuto il 15 settembre 2008, si diramò a livello globale

³⁹ “*The monetary policy of the ECB*”, European Central Bank, Maggio 2011

⁴⁰ Termine che in Italiano letteralmente significa “punto base”; esso indica una variazione pari allo 0,01% di un determinato tasso di interesse

una crisi finanziaria ed economica senza precedenti. Di conseguenza aumentò a dismisura l'incertezza connessa alla solidità finanziaria delle principali banche internazionali, che provocò un drastico collasso dell'ordinaria attività delle banche e di moltissimi operatori finanziari del settore. La crisi economico-finanziaria statunitense si estese anche all'interno dell'economia reale internazionale, deteriorando con una certa rapidità le condizioni economiche e i rapporti commerciali della maggior parte delle principali economie del mondo.

La BCE, come le altre Banche Centrali degli altri paesi (e.g. *Bank of Canada*, *Bank of England*, *Federal Reserve System*, *Swiss National Bank*, etc.), al fine di far fronte a tale emergenza, scelsero di adottare delle misure sia standard ma anche non convenzionali in termini di politica monetaria.

Nello specifico, la BCE, con riferimento alle misure convenzionali, ridusse drasticamente il tasso di rifinanziamento principale per complessivi 325 bps, fino al raggiungimento dell'1,00%, per un periodo circoscritto di nove mesi, da ottobre 2008 a maggio 2009, con la finalità di contenere i rischi di una forte instabilità dei prezzi nel medio periodo.

Allo stesso tempo la BCE, scelse di implementare anche misure straordinarie temporanee al fine di supportare le condizioni finanziarie e i flussi di credito verso l'Eurozona. Tra le misure più rilevanti, emerge il programma di estensione della durata di erogazione di liquidità all'interno del sistema bancario, il cosiddetto "*Long Term Refinancing Operations*" ("LTROs"), ovvero un'integrazione di operazioni di rifinanziamento con scadenze di tre o sei mesi (prolungate poi a dodici mesi), permettendo durante tali turbolenze finanziarie una pianificazione da parte delle banche della detenzione di liquidità per un periodo più lungo; con l'auspicio quindi che tali manovre avrebbero incoraggiato il sistema bancario a continuare a fornire credito all'economia ed a mantenere i tassi di interesse a livelli ridotti.

Le misure straordinarie implementate all'interno dell'Eurosistema, contribuirono a sostenere l'intermediazione finanziaria all'interno dell'Eurozona, salvaguardando il rifinanziamento delle banche solventi e stabilendo nuovamente la fiducia all'interno degli operatori finanziari. Tali misure straordinarie, con riferimento all'economia reale, garantirono l'accesso al credito a livelli accettabili, sia per le famiglie che per le società appartenenti all'Eurozona.

Durante questo periodo di crisi finanziaria, nel corso del 2011, Mario Draghi diventò Presidente della BCE, succedendo a Jean-Claude Trichet.

Alla fine del 2012, Mario Draghi venne nominato “uomo dell’anno” sia dal “*Financial Times*” che dal “*The Times*”. Tale riconoscimento, fu dovuto all’abilità dimostrata dallo stesso nella gestione della politica monetaria durante la crisi economico-finanziaria, scaturita principalmente dal tracollo dei mutui subprime americani e dalla malsana gestione degli istituti finanziari americani.

L’attuale Presidente della BCE, evitò che la crisi finanziaria in atto colpisse le economie più deboli dell’Eurozona, come quella greca, italiana e spagnola. Egli infatti, durante una Conferenza avvenuta a fine luglio 2012, dichiarò, con una frase leggendaria, che la BCE avrebbe fatto “*whatever it takes*” (“qualsiasi cosa”), al fine di tutelare l’Euro e la sua presenza all’interno dei mercati.

Inoltre, venne messo molto in risalto il concetto della comunicazione, in quanto era fondamentale preparare accuratamente i mercati con una comunicazione ampia, e che potesse indicare la traiettoria di politica monetaria che avrebbero intrapreso le Banche Centrali; tale concetto è stato definito con il termine di “*forward guidance*”, il quale, secondo Mario Draghi, può essere considerato a pieno titolo uno strumento di politica monetaria.

Inoltre, è significativo evidenziare il provvedimento con cui la BCE si impegnò in quegli anni ad acquistare titoli di stato dei Paesi dell’Eurozona, per un controvalore pari a 60 miliardi di euro al mese, definito appunto “*Quantitative Easing*” (“QE”).

Il programma di acquisto dei titoli era previsto dovesse durare dal 22 gennaio del 2015 fino al settembre del 2016. Tale manovra, contribuì a fare da scudo al tracollo finanziario in cui versavano i mercati durante quel periodo e a supportare il recupero economico del settore bancario europeo.

Tuttavia, la politica monetaria condotta da M. Draghi ha subito delle misure di ampliamento a marzo del 2016, ed è addirittura rimasta invariata anche per tutto il 2017 e si prevede rimarrà tale fino a tutta l’estate del 2019⁴¹. La decisione intrapresa dal Consiglio Direttivo della BCE pone appunto come obiettivo principale di ricondurre il tasso di inflazione dell’Area Euro ad un valore inferiore, ma vicino, al 2,00%.

⁴¹ La politica monetaria condotta da M. Draghi si prevede rimarrà tale fino all’estate 2019, al netto del programma di “*Quantitative Easing*”, il quale terminerà il prossimo dicembre 2018

Le misure introdotte e tuttora vigenti possono essere sintetizzate nei seguenti interventi principali⁴²:

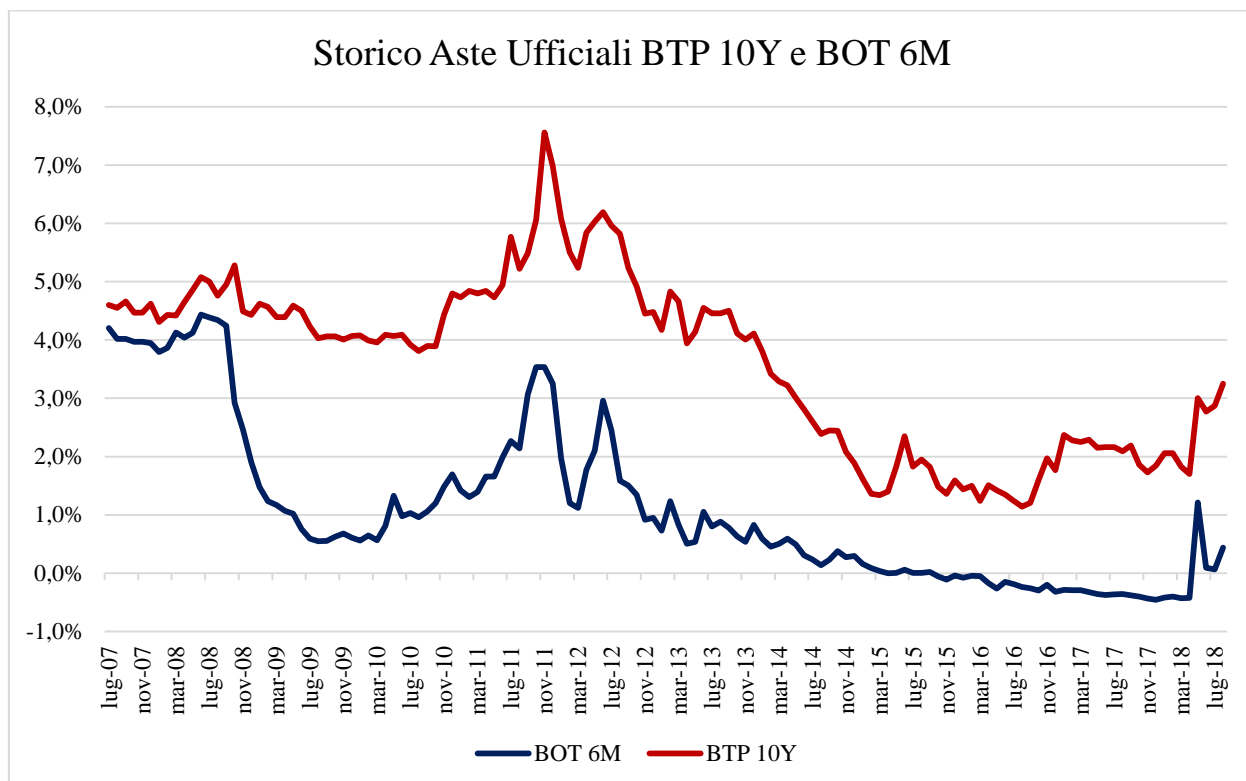
- taglio dei tassi principali di policy della BCE:
 - tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale pari a 0,00%
 - tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale pari a 0,25%
 - tasso di interesse sui depositi *overnight* presso la BCE pari a -0,40%
- ampliamento del programma di acquisto dei titoli pubblici (“QE”) da parte della BCE, passando da una dimensione degli acquisti da 60 miliardi di euro al mese ad 80 miliardi di euro al mese (+20 miliardi di euro al mese, ovvero +240 miliardi di euro all’anno). Il programma di QE, che, come detto in precedenza, aveva inizialmente una durata di 12 mesi e che poi è stato prolungato per gli anni successivi, terminerà il prossimo dicembre 2018, in quanto, lo scorso giugno 2018 il Consiglio Direttivo della BCE ne ha annunciato l’interruzione
- estensione del programma di acquisto delle obbligazioni corporate⁴³ (“*Corporate Sector Purchase Program*”), al fine di trasmettere direttamente le condizioni di politica monetaria al settore corporate non finanziario, contribuendo a ridurre le tensioni emerse in quel periodo sul mercato del credito
- introduzione di quattro nuove operazioni di T-LTRO (“*Targeted Long Term Refinancing Operation*”), di durata quadriennale, attraverso le quali le banche, beneficiando di una riduzione del costo della raccolta a medio-lungo termine, avrebbero finanziato attività produttive, ampliando così l’erogazione del credito all’economia reale. Il costo delle operazioni di T-LTRO sarebbe oscillato tra un tasso pari a -0,40% e 0,00% (ovvero tra il tasso di rifinanziamento principale e il tasso sui depositi presso la BCE), in base a determinati livelli di prestito erogati nei confronti dell’economia reale da parte delle relative banche che avrebbero aderito a tale programma.

I mercati finanziari reagirono a tale manovra con una riduzione dei tassi rispetto ai livelli registrati prima dell’annuncio. Nello specifico, è interessante notare l’effetto di ribasso riscontrato anche nei rendimenti dei Titoli di Stato dei paesi membri dell’Eurozona.

⁴² Fonte: ecb.europa.eu – European Central Bank

⁴³ Rappresentano le obbligazioni emesse da società private, principalmente banche e società industriali

A titolo esemplificativo, si riporta nel grafico di seguito, l'andamento delle Aste pubbliche Ufficiali emesse dal Ministero dell'Economia e delle Finanze ("MEF")⁴⁴ di due dei principali Titoli di Stato Italiani di riferimento (Buoni del Tesoro Poliennali con durata decennale, "BTP 10Y" e Buoni Ordinari del Tesoro a sei mesi, "BOT 6M"), registrati nel corso degli ultimi dieci anni circa, ovvero pre e post manovra di politica monetaria implementata dalla BCE.



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze ("MEF")

Con riferimento invece al settore bancario, l'elemento che ha registrato maggior consenso ha riguardato il programma di T-LTRO, in quanto agevola fortemente le banche ad avere maggior visibilità sulle proprie condizioni di finanziamento nel medio-lungo periodo (ovvero fino al 2021), riducendone fortemente i vari rischi correlati alle operazioni creditizie.

⁴⁴ I Titoli di Stato rappresentano una componente molto importante del debito pubblico sovrano; una delle principali modalità di collocamento di essi all'interno dei mercati è rappresentato dall'emissione mediante asta pubblica. Quest'ultima garantisce l'accesso a una vasta platea di investitori e mantiene un elevato grado di competizione e trasparenza

In aggiunta a tali considerazioni, il Presidente della BCE, durante alcune conferenze, ha auspicato che tali strategie di politica monetaria siano affiancate anche dall'attuazione di riforme strutturali all'interno dei singoli paesi membri dell'Eurosistema, finalizzate principalmente alla riduzione della disoccupazione strutturale e al rafforzamento della produttività e delle potenzialità di crescita dell'Eurozona. Tale auspicio, riguarda soprattutto i paesi in cui il debito sovrano è rimasto elevato, al fine di intensificare gli sforzi per risollevare le proprie finanze pubbliche attraverso l'implementazione di nuove riforme strutturali.

Capitolo 3: Il mercato delle valute virtuali – focus sui Bitcoin

3.1 – Che cosa sono i Bitcoin?

Negli ultimi anni ha preso forma una nuova forma di scambio, le criptovalute. Esse hanno principalmente la caratteristica di svolgere il ruolo di moneta completamente virtuale, assolutamente intangibile, che permette per molti aspetti di sostituire la classica moneta reale, che si può toccare appunto con mano, in poche parole tangibile.

Negli ultimi anni ci sono state svariate tipologie di criptovalute che hanno preso forma. Sicuramente la più famosa che è entrata con prepotenza all'ordine del giorno è Bitcoin che rappresenta circa il 76% del mercato delle cosiddette monete virtuali⁴⁵. Per convenzione è bene chiarire che se il termine Bitcoin è con la lettera maiuscola si riferisce alla rete ed alla tecnologia, mentre con la lettera minuscola si intende la valuta in sé.

Tale criptovaluta, che ha il codice BTC o XBT prese vita nel 2009 grazie ad un anonimo inventore, il quale è stato riconosciuto solo con lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto. Egli sviluppò un'idea da lui stesso creata, che però abbandonò nella metà del 2010, trasferendo il codice sorgente ad uno dei suoi più stretti collaboratori, Gavin Andersen.

Il Bitcoin rappresenta una valuta di portata teoricamente rivoluzionaria: la proposta del suo ideatore è stata quella di creare una moneta universale, che potesse offrire la possibilità di unire un mondo che è costituito, nella realtà, da diverse monete locali. Si offre come una valida alternativa della moneta reale, in grado di fornire trasferimenti di denaro, da un paese all'altro, senza ricorrere ad un processo lungo ed oneroso.

Nonostante la pubblicazione della prima versione di Bitcoin avvenne nei primissimi giorni del 2009, per la prima transazione si dovette aspettare la fine del 2010, durante la quale si sviluppò il primo trasferimento virtuale, tra Nakamoto e Hal Finney. I due si scambiarono infatti 10.000 bitcoin in cambio di due pizze.

⁴⁵ “*Bitcoin Revolution: la moneta digitale alla conquista del mondo*”, Capoti D., Colacchi E., Maggioni M. (Hoeppli, 2015), pag. 79 – tratto da Archivio storico di Banca d'Italia

Ad oggi, l'economia associata allo scambio dei Bitcoin è ancora molto piccola. Tuttavia la moneta virtuale è ormai accettata per beni tangibili e per servizi, ed i principali impieghi avvengono principalmente attraverso il *crowdfunding*⁴⁶.

Bitcoin è dunque un protocollo pubblicato online tramite un documento definito "*Bitcoin A peer-to-peer electronic cash system*" da Jay Palmer Fawcett (2016), ed intitolato "*Bitcoin regulations and investigations: A proposal for U.S. policies*"⁴⁷, il cui intento dichiarato dal suo creatore, è proprio quello di creare un sistema nel quale si possano attuare operazioni, senza correre il rischio che interessi o egoismi dettati dai vizi umani possano interferire.

Il protocollo, oltre ad avere come obiettivo quello di surclassare il ruolo delle banche, è inoltre costituito da un insieme di regole, finalizzate a descrivere il funzionamento del software e della crittografia. Tale documento venne pubblicato il 31 ottobre del 2008.

Lo scopo implicito dunque, è quello di superare il sistema centralizzato delle banche, proponendo una moneta virtuale ed efficace.

Il fondatore si rese conto infatti di quanto spesso le politiche monetarie non siano effettivamente recepite dal sistema economico monetario. Una di queste è stata l'immissione da parte della Banca Centrale Europea di nuova liquidità, affiancata a tassi di finanziamento prossimi allo zero. Il tutto chiaramente, aveva la finalità di aumentare la domanda di moneta e dunque la produttività.

Tuttavia, tali strategie di politica monetaria di natura non standard, oltre che ricevere consensi, hanno destato anche non poche critiche e ciò non ha fatto altro che aumentare le tensioni. Proprio in un contesto caratterizzato da turbolenze economico-finanziarie, il mercato dei Bitcoin assume forza e fascino agli occhi dei consumatori.

La proposta di questo sistema virtuale, notando che le manovre monetarie spesso non vengono recepite secondo le aspettative della BCE, consiste nel voler rendere l'offerta di moneta completamente esogena rispetto al sistema di scambi monetari; bloccandone quindi la sua quantità ad una soglia fissa, oltre la quale non si può andare. È proprio questa "scarsità artificiale" secondo i fondatori, che per molti aspetti ricorda il gold standard, a stabilizzare il potere d'acquisto e la moneta. La sua emissione e creazione in questo modo non subirebbe mai notevoli variazioni.

⁴⁶ Dall'inglese "*crow*" folla e "*fund*" finanziamento; si tratta di un processo collaborativo di un gruppo di persone che utilizza il proprio denaro in comune per sostenere gli sforzi di persone ed organizzazioni nelle donazioni, sui siti di acquisti online ma anche presso veri e propri negozi

⁴⁷ ProQuest LLC, Ann Arbor

L'ulteriore aspetto di forza analizzato con riferimento ai Bitcoin è dovuto alla sua decentralizzazione. Ed è proprio questa caratteristica che rende il sistema immune da qualsiasi tipo di errore o vizio umano.

Il mercato delle criptovalute permette, attraverso la rete, i software e la crittografia, l'attuazione di transazioni registrate all'interno della cosiddetta *blockchain*⁴⁸, in maniera completamente anonima. L'operazione che è resa pubblica, è costituita da codici che sono indecifrabili rendendo impossibile svelare l'identità di chi c'è fisicamente dietro la transazione. Dunque la moneta virtuale, permette di svolgere qualsiasi tipo di transazione con estrema riservatezza e senza il rischio di eventuali blocchi dei trasferimenti, da parte dell'autorità governativa.

La moneta virtuale del Bitcoin rappresenta un'implementazione *peer-to-peer*⁴⁹, costituita da un software libero, che proviene direttamente dal codice scritto da Satoshi al fine di implementare la rete ed il protocollo di comunicazione.

Il sistema Bitcoin, inoltre, si basa su una crittografia a chiave pubblica che trasferisce valuta da un conto ad un altro. Come anticipato, tutte le transazioni sono pubbliche e registrate in un database, per conferma dell'avvenuta transazione e per evitare che essa sia avvenuta due volte con la stessa moneta. Le transazioni attraverso bitcoin hanno un buon grado di affidabilità, grazie al tipo di crittografia usata, che è quindi pubblica, ma anche privata. È pubblica dunque nei database, mentre diventa privata, tramite l'apposizione di una firma digitale per autorizzare il pagamento, solo al proprietario di quella moneta, aumentandone così notevolmente la sicurezza.

Le operazioni caratterizzate da questa moneta virtuale, hanno costi di transazione bassissimi e soprattutto la figura dell'intermediario non esiste più, perché il sistema è appunto regolato solamente da software e crittografia.

Dopo aver installato sul proprio tablet il portafoglio elettronico ed aver generato un indirizzo Bitcoin, senza l'obbligo di utilizzare un documento d'identità, si potranno iniziare ad effettuare transazioni tramite criptovaluta.

⁴⁸ Si tratta di un registro delle transazioni a carattere pubblico e condiviso, all'interno del quale è basata l'intera rete Bitcoin. Tutte le transazioni vengono registrate senza distinzione, in questo modo tutte le transazioni sono attuate con Bitcoin effettivamente posseduti)

⁴⁹ Modello rappresentativo di un'architettura logica di rete informatica costituita da vari nodi, ognuno dei quali è in grado di avviare o completare una transazione

Ultimamente le funzionalità del sistema sono aumentate, consentendo ai suoi clienti la possibilità di prelevare e di versare contanti attraverso dei veri e propri sportelli detti ATM⁵⁰.

In caso di deposito, la valuta sarà immediatamente convertita in Bitcoin secondo il tasso vigente in quel momento.

Il primo sportello bancario fu installato ad inizio novembre del 2013 a Vancouver, per arrivare subito pochi mesi dopo in tutti i paesi più industrializzati d'Europa.

3.2 – Principali differenze tra le “criptovalute” e la moneta a corso legale

Da un certo punto di vista, esse sono molto simili, infatti sia le criptovalute che la moneta a corso legale sono basate sul nulla. Dal 1971, come detto precedentemente, la moneta non si basa più su un equivalente in oro, dunque, rappresenta sostanzialmente “un pezzo di carta”, regolato da un'Autorità Centrale che ne gestisce l'offerta.

Dallo stesso punto di vista, anche il Bitcoin, non è basato su un valore reale. Quest'ultimo è infatti determinato dalla domanda e dall'offerta; pertanto, se il prezzo oggi è di mille dollari, vuol dire sostanzialmente che esiste qualcuno, disposto a spendere quella cifra per un bitcoin.

Tuttavia, anche se entrambe tali forme di scambio sono basate sul nulla, esse hanno una gestione e regolamentazione completamente differente, che le rende automaticamente diverse.

Infatti, la moneta a corso legale, come ad esempio l'Euro, è regolata dalla Banca Centrale Europea, che ne determina l'emissione, con la finalità di mantenere un determinato tasso di inflazione e disoccupazione. Nel caso in cui la circolazione di moneta fosse troppo alta, provocando un aumento del tasso di inflazione, la BCE andrebbe immediatamente a ritirare moneta dalla circolazione. L'autorità di vigilanza europea ordinerebbe alle banche centrali di emettere Titoli di Stato, in questo modo, vendendo questi ultimi si impossessa di moneta. In caso contrario, se dovesse aumentare la liquidità nel sistema, le Banche

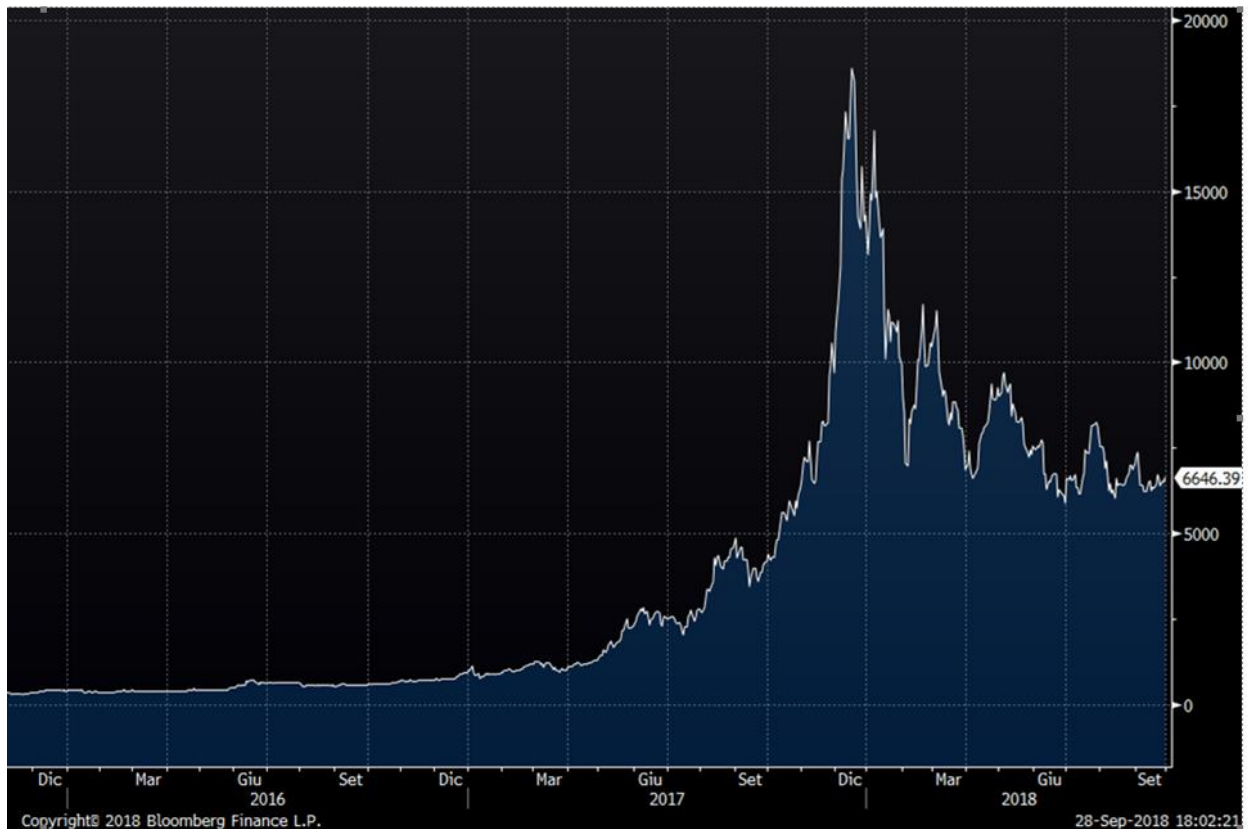
⁵⁰ “Dal baratto al Bitcoin. L'oro del XXI secolo”, Solimeo B., (Zanichelli, 2012), pag.149 – tratto dall'archivio storico di Banca d'Italia

Centrali, andrebbero ad acquistare titoli da coloro i quali ne erano precedentemente in possesso.

Dunque, anche se l'Euro non ha un valore fisso, esso è comunque garantito da un'autorità di vigilanza, ossia, come nel caso dell'Euro, dalla BCE, descritta nel secondo capitolo, la quale è appunto costituita da persone fisiche. È questa un'importante differenza con Bitcoin. Quest'ultimi infatti non sono gestiti da una persona fisica, che si preoccupa di minimizzare la loro volatilità, bensì il loro valore è determinato solo dal mercato, ecco perché in pochissimi anni il valore di un btc è aumentato di migliaia di volte, rendendolo estremamente instabile.

Come dimostrano i dati rappresentati nel seguente grafico, a gennaio 2016 un dollaro corrispondeva a circa poco meno 430 bitcoin ("BTC"). Servirono solo pochi mesi a questa criptovaluta per raggiungere la soglia dei 1000 dollari per bitcoin, fino a raggiungere il valore di circa 17.000 dollari per btc a fine 2017.

Andamento dei Bitcoin da dicembre 2015 a fine settembre 2018



Fonte: Bloomberg Finance L.P.

La gestione dei Bitcoin, come anticipato precedentemente, è regolata dunque solo da software e dalla crittografia; inoltre, come anticipato, l'unica persona fisica che ha creato tutto il sistema ad oggi non è identificabile. Quindi sostanzialmente un eventuale disagio ai danni del *Bitcoin's client* non sarebbe risolvibile, se non da quella “mano invisibile” tanto sostenuta da Adam Smith⁵¹; il mercato a suo avviso si regolava in modo automatico, tuttavia, in casi estremi, si è analizzato nel corso degli anni, che uno Stato che intervenisse fosse di fondamentale importanza.

La differenza probabilmente più significativa tra le due monete, è il loro quantitativo di emissione. L'Euro, come sappiamo, non ha limiti di emissione, aumenta o diminuisce solo per regolare la stabilizzazione; i Bitcoin, invece, aldilà del mercato e della instabilità, hanno un limite, come già anticipato, definito appunto “scarsità artificiale”.

Inoltre, il numero dei Bitcoin è fissato ad un massimo di 21 milioni. Ad oggi, sono circa 17 milioni i Bitcoin in circolazione, che, secondo delle analisi e degli studi specifici, raggiungeranno la cifra soglia di 21milioni nel 2140⁵².

L'estrema volatilità associata al bitcoin, ha fatto oscillare il proprio valore del più o meno 8000%, mentre, solo per rendere l'idea, una valuta reale come il dollaro, nello stesso lasso di tempo, è variato del solo più o meno 20%.

Il problema non consiste solo nel rialzo di valore di tale criptovaluta, ma dalle sue oscillazioni, in positivo ed in negativo, e, per di più, in brevissimo tempo. Il tutto fa solo aumentare l'incertezza riguardo ai Bitcoin, soprattutto in un'ottica futura; anche se sono in molti che ad oggi sostengono che la sua notevole volatilità sia dovuta principalmente al fatto che sono pochi anni che questa moneta virtuale è entrata nel mercato. Dunque, i bitcoin in circolazione attualmente sono poco più di 17 milioni, il trend del valore è crescente e, nonostante l'economia della moneta virtuale non sia ancora molto sviluppata, essa attira sempre nuovi investimenti.

Sebbene inizialmente l'utilizzo dei Bitcoin fosse legato esclusivamente alla funzione di “bene di investimento”, nell'ultimo periodo si sta sviluppando con decisione la sua ulteriore funzione di “strumento di scambio”.

⁵¹ Adam Smith (Kirkcaldy, 5 giugno 1723 – Edimburgo, 17 luglio 1790) è stato un economista scozzese che ha introdotto il concetto della “mano invisibile”, la quale regola e gestisce il sistema economico, senza quindi che quest'ultimo richieda interventi esterni per raggiungere il proprio equilibrio

⁵² “Bitcoin Revolution: la moneta digitale alla conquista del mondo”, Capoti D., Colacchi E., Maggioni M. (Hoeppli, 2015), pag. 231 – tratto da Archivio storico di Banca d'Italia

L'utilizzo rilevante che ha oggi, riguarda il campo delle donazioni, come nel caso di *Wikileaks*, *Linuex*⁵³ o per progetti umanitari, anche se sta aumentando la possibilità, soprattutto tra i giovani, di poter pagare beni tangibili nei pub e bar attraverso i bitcoin.

Il Web rimane comunque il luogo dove la moneta virtuale ha conosciuto il suo maggiore sviluppo.

3.3 – Pros & Cons dei Bitcoin

Dalle differenze analizzate tra le due tipologie di moneta, scaturiscono molteplici aspetti positivi e negativi.

Come detto, le operazioni tramite Bitcoin sono costituite da una totale assenza dell'intermediario, ciò li rende particolarmente economici; infatti, i costi di transazione si attestano su una cifra irrisoria che in percentuale solitamente, non supera l'1%, mentre, operazioni con moneta a corso legale fanno oscillare il valore dei costi di transazione dal 2 al 5%. Inoltre parte di questi costi di transazione, consistono in tasse volontarie di trasferimento che un *Bitcoin client* può decidere di pagare per velocizzare il sistema. C'è da aggiungere però che i costi di transazione, si pagano in proporzione al numero di bytes spostati mediamente, a prescindere dalla cifra, sia che essa sia irrisoria o consistente. Dunque, essi risulterebbero bassi solo per elevate transazioni, mentre per quanto riguarda l'acquisto di un bene con cifra molto bassa, come ad esempio un gelato, il rischio è che il costo di transazione costituisca una grande percentuale del bene stesso.

Oltre ad avere dei costi di transazione bassi, il sistema virtuale gode di una grande velocità nelle transazioni. Infatti, il denaro trasferito in qualsiasi parte del mondo impiega da 1 a 6 ore; mentre con la moneta reale, la traslazione di denaro nella stessa nazione impiega un giorno. Addirittura nei trasferimenti internazionali ci vogliono due settimane affinché il denaro arrivi a destinazione. Inoltre, anche se il Bitcoin risulta estremamente performante nello spostare liquidità da un paese all'altro, non si può dire la stessa cosa rispetto al commercio tradizionale. Il tempo di attesa risulta pari a 10 minuti, che nel caso dell'e-commerce non avrebbe particolari disagi, cosa che avverrebbe però nei negozi fisici.

⁵³ “I sistemi di pagamento nel terzo millennio”, Pimpinella M., (MFC Editore, 2015), pag.163 – tratto da Archivio storico di Banca d'Italia

Nessuno infatti sarebbe disposto ad acquistare un bene anche di piccolo importo e dover attendere 10 minuti in cassa per l'esecuzione della transazione.

Nel futuro questa prolungata attesa potrebbe essere risolta con una tassazione più elevata che renderebbe sconveniente l'uso di tale criptovaluta, o meglio, lo limiterebbe alle sole transazioni di rilevanti importi.

Il sistema di scambio delle criptovalute, quindi, essendo regolato da software e crittografia, non rischia di essere compromesso da interessi umani, che come abbiamo analizzato in passato, per perseguire i propri interessi, hanno agito contro l'interesse di tutti. Allo stesso tempo però, nessuno si preoccupa di far funzionare al meglio il sistema di scambio dei Bitcoin; non esiste ancora infatti un'autorità competente come la BCE che si occupa di questo.

Dunque, da una parte le monete virtuali non rischiano di essere compromesse dall'egoismo umano, ma dall'altra, eventuali malfunzionamenti della moneta a corso reale possono essere risolti da specifiche autorità di vigilanza.

In aggiunta, la decentralizzazione che caratterizza le criptovalute, rende ogni transazione non rintracciabile e annullabile. L'annullamento può avvenire infatti solo nel caso in cui questo venga accettato da entrambe le parti.

Il primo aspetto ha il vantaggio di aumentare la privacy da parte di un cliente che usa il Bitcoin, il quale può appunto acquistare qualsiasi cosa con riservatezza. Sotto un certo punto di vista, questa privacy è positiva e aumenta sicuramente la sicurezza di ognuno, però, allo stesso tempo, il meccanismo ha incentivato l'uso di Bitcoin per quanto concerne il traffico di attività illegali o criminali, come riciclaggio o narcotraffico. Si è notato infatti che questa rete sia stata utilizzata anche da organizzazioni terroristiche, come l'Isis. Il dibattito è stato ampiamente trattato da testate giornalistiche in particolar modo provenienti dall'America, creando un prevedibile allarmismo. Tutte queste supposizioni divennero realtà quando, il 28 agosto del 2015, uno studente 17enne del Virginia, davanti al tribunale, si dichiarò colpevole per aver incitato alcuni giovani ad unirsi all'Isis, fornendogli le istruzioni su come utilizzare la criptovaluta del Bitcoin. Si è registrato inoltre uno spopolamento per quanto riguarda l'utilizzo del gioco d'azzardo online, con un continuo aumento di siti online che privilegiano come pagamento quello tramite i bitcoin.

Per quanto riguarda il secondo aspetto (ovvero che l'annullamento di una transazione attraverso Bitcoin può avvenire solo nel caso in cui questo venga accettato da entrambe le

parti), un'operazione che non permette di essere annullata, fornisce una tutela del 100% al venditore. Tuttavia, allo stesso tempo, esclude dal mercato tutte quelle persone non avverse al rischio, le quali non vogliono rischiare che un eventuale errore di transazione, comporti la perdita dei loro soldi. Il pagamento, oltre a non poter essere cancellato, come può avvenire con le carte di credito, è però disponibile sempre, 24 ore su 24. Quest'ultima possibilità ha permesso alle aziende di poter finalmente accettare pagamenti anche dall'Africa, mentre questo non era stato reso possibile in precedenza, poiché il 30% dei pagamenti veniva bloccato in modo fraudolento⁵⁴.

Dunque tramite bitcoin, possono essere effettuati pagamenti in qualsiasi parte del mondo in totale sicurezza, senza che qualcuno, governi compresi, possano intromettersi, come avvenne a Cipro nel marzo del 2013, quando la Banca Centrale prelevò dei fondi non assicurati da depositi con conti superiori ai 100.000 mila euro, al fine di capitalizzare sé stessa. Chiaramente quest'ultimo aspetto, per i sostenitori del sistema virtuale, risulta un'eccellente possibilità di grande cambiamento⁵⁵.

Il rischio corso nell'utilizzo di Bitcoin è che questa piattaforma ci rende responsabili delle nostre attività attraverso una chiave privata nota solo al possessore. Una sua eventuale perdita comporterebbe l'impossibilità di entrare nel nostro conto, perdendo in questo caso tutti i nostri soldi. Oltre a questo aspetto si è notato di recente che dopo qualche accadimento negativo è stato messo in evidenza un possibile rischio legato alla sicurezza del sistema di rete. Infatti, si è dimostrato, ma solo in maniera teorica, che chiunque arrivi a detenere il 51% del potere di calcolo totale della rete, avrebbe la possibilità di truccare le transazioni. Il *client* che supera la quota del 50%, assumerebbe il controllo della rete, diventando una sorta di monopolista, in questo modo sarebbe possibile spendere due volte un Bitcoin ed anche cancellare una transazione. In questo caso particolare la garanzia e affidabilità nei confronti del sistema virtuale sarebbe seriamente compromessa, rendendo il sistema insicuro⁵⁶.

⁵⁴ “*Bitcoin Revolution: la moneta digitale alla conquista del mondo*”, Capoti D., Colacchi E., Maggioni M., (Hoepli, 2015), pag.139 – tratto da Archivio storico di Banca d'Italia

⁵⁵ “*Bitcoin e antiriciclaggio*”, Passarelli G. (2016), pag.49 - Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica, sicurezzanazionale.gov.it

⁵⁶ “*I sistemi di pagamento nel terzo millennio*”, Pimpinella M. (MFC Editore, 2015), pag.219 – tratto da Archivio storico di Banca d'Italia

Un ulteriore aspetto, sicuramente negativo, riguarda il costo di apprendimento e cambiamento. Bitcoin, richiede una certa familiarizzazione, che comporta un livello relativamente alto di conoscenze informatiche ed una confidenza non indifferente con la tecnologia. Infatti, le operazioni tramite moneta virtuale sono condizionate dall'utilizzo di software e piattaforme specifiche. Attualmente, l'utilizzo di criptovalute è limitato alle sole persone in possesso di apparecchiature tecnologiche, cosa molto frequente oggi giorno, ma non per la totalità della popolazione.

Un ulteriore limite, deriva dalle cosiddette economie di rete o esternalità. In sostanza, più le persone usano questo pagamento più altri saranno incentivati ad usarlo; quindi i venditori inizieranno ad accettare pagamenti in Bitcoin, solo quando il mercato sarà veramente ampio, un pò come è funzionato in passato per le carte di credito.

Tuttavia, poiché queste ultime erano una sostituzione perfetta della moneta e hanno trovato pieno sviluppo, non è detto che lo stesso accada ai bitcoin, anche perché buona parte della popolazione, è nata in un'epoca completamente oscura alla tecnologia e non è detto che tutti, nel tempo, si aprano completamente a questa moneta rivoluzionaria.

La completa deregolamentazione di questa moneta virtuale, non legalizzando l'accettazione di pagamento in Bitcoin limita il suo traffico, infatti i venditori non sono obbligati ad accettare valuta virtuale. Inoltre la sua non tracciabilità permette l'utilizzo di questa piattaforma anche a persone senza un documento di identificazione, che quindi non potrebbero accedere ad un servizio bancario, effettuare pagamenti o comprare prodotti attraverso semplicemente uno smartphone.

3.4 – Il Bitcoin può essere considerata una moneta? Possono le “criptovalute” sostituire nel futuro la moneta a corso legale, o comunque, continuare a vivere al suo fianco?

L'argomento è ad oggi molto dibattuto, per molti aspetti il Bitcoin riveste moltissime funzioni che ha la stessa moneta reale e che una moneta, per essere definita tale, deve possedere. Tuttavia, la dottrina non ha ancora un'opinione omogenea per quanto concerne questo argomento.

Il primo problema è che il Bitcoin è inquadrato in modo differente da paese a paese, regolato da differenti norme e regolamenti che ne identificano automaticamente un diverso utilizzo. È anche vero però che per moneta, in economia, si intende l'insieme dei valori utilizzati dagli individui per acquistare beni e servizi⁵⁷.

Nonostante, come analizzeremo, il Bitcoin possa rispondere a tutte le funzionalità che deve avere una moneta (riserva di valore, mezzo di scambio e unità di conto), non si può considerare una moneta a tutti gli effetti, poiché non assolve alla funzione monetaria in modo completo ed efficace. Alla luce di tutti i limiti e difetti analizzati in precedenza, si aggiunge anche quello riguardante la fiducia.

La fiducia posta nei confronti di Bitcoin è sostanzialmente rivestita dalla fiducia che altri *client* ripongono nel sistema virtuale. Non essendo garantito il suo valore, ed anzi, essendo quest'ultimo molto volatile, è facilmente supponibile che saranno poche le persone che avranno piena fiducia in questa moneta. Quest'ultimo tema rappresenta anche uno dei tanti motivi per i quali il Bitcoin, ad oggi, dalla dottrina non è considerato una vera e propria moneta.

Nel primo capitolo, sono state analizzate le tre funzioni che deve rivestire una moneta: mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore. In quanto a mezzo di scambio, i Bitcoin permettono di acquistare beni e servizi. Sono infatti vari i venditori che ad oggi oltre ad accettare i classici pagamenti in contanti o con carte di credito o debito, dopo essersi dotati di uno smartphone, accettano anche pagamenti in bitcoin.

Oltre al requisito di mezzo di scambio, questa criptovaluta risponde positivamente anche per quanto riguarda la funzione di unità di conto; infatti rappresenta l'unità di misura con la quale si possono esprimere i prezzi.

Infine i Bitcoin, rivestono anche la funzione di riserva di valore; si può trasferire il potere d'acquisto da oggi ad una data futura. Esso però rappresenta una riserva di valore molto più imperfetta rispetto alla moneta a corso legale. La sua volatilità, determinata dalla domanda e offerta rende il suo prezzo altamente variabile addirittura di ora in ora.

Oltre a questi criteri la moneta virtuale possiede anche la qualità di essere divisibile e distribuibile.

⁵⁷ *"Bitcoin Revolution: la moneta digitale alla conquista del mondo"*, Capoti D, Colacchi E., Maggioni M., (Hoepli, 2015), pag.167 – tratto da Archivio storico di Banca d'Italia

Per quanto riguarda il primo aspetto, i 17 milioni di Bitcoin in circolazione oggi, presentano infatti la possibilità di essere divisi in milioni di parti e dunque in numerosi decimali. Questa sua forte divisione, però, renderebbe tale moneta virtuale, difficile da poter utilizzare, nel senso che i prezzi presenterebbero molti numeri decimali, a tal punto da renderla scomoda nel valutare l'effettivo prezzo di un bene o da far divenire il prezzo difficilmente confrontabile con un'altra valuta.

Pertanto, ad una prima valutazione, i Bitcoin sembrano poter sostituire tranquillamente le valute odierne. Ci troveremmo in un mondo nel quale ognuno è libero di risparmiare o spendere soldi, in modo riservato, come vuole, senza dover rendere conto ad una banca; ma soprattutto senza correre il rischio che ci vengano sottratti soldi perché ad esempio detenuti in quantità eccessiva.

Purtroppo però i bitcoin hanno dei grossi difetti, il principale dei quali è caratterizzato dal fatto che il numero massimo di BTC emessi, come detto, è posto al valore soglia di 21 milioni. Il fatto che prima o poi il numero di Bitcoin emessi potrebbe correre il rischio di essere pari a 0, valorizza molto questa moneta, ma in termini chiaramente negativi.

Infatti, diminuendo l'offerta, fino ad azzerarsi, il risultato sarebbe un apprezzamento notevole del singolo Bitcoin. Dunque questo continuo aumento atteso, farà sì che colui che oggi possiede questa valuta, sa che un domani la stessa quantità avrà un valore superiore, quindi preferirà conservarla. Una moneta che giorno dopo giorno vale sempre di più, è una moneta che compra sempre più beni e che quindi spinge il possessore a risparmiarla piuttosto che a spenderla.

In questo modo la moneta virtuale, porterebbe qualsiasi tipo di economia ad una crescita pari a zero. Inoltre, il risparmio congiunto bloccherebbe drasticamente l'attività produttiva, causando una crisi di liquidità. Il Bitcoin subirebbe ben presto il fenomeno dell'accaparramento, come sostenuto dal Premio Nobel per l'Economia Paul Krugman, diventando quindi una sorta di "bene rifugio" con la sola finalità di essere detenuto, provocando fortissimi effetti deflazionistici.

Un'eventuale economia basata solo su questa criptovaluta avrebbe in breve tempo degli effetti che sarebbero disastrosi. Basta solo immaginare le conseguenze di una semplice contrazione di un mutuo, che ad oggi, è una delle operazioni attuate più comunemente dalle famiglie per permettersi una casa, una macchina o qualsiasi bene, non economicamente disponibile in quel determinato momento. L'effetto di un mutuo, in un

mondo con Bitcoin, andrebbe a significare che tutte le rate che dovranno essere rimborsate e che abbiamo pianificato oggi, avranno o potrebbero avere un valore molto più alto, causato appunto dal notevole apprezzamento di questa moneta, previsto per il futuro. Nessuno vorrebbe indebitarsi pagando un doppio tasso: uno consisterebbe nel classico tasso di interesse, mentre l'altro sarebbe un tasso derivante dalla deflazione. Qualcuno che ingenuamente decida di percorrere questa strada con doppio tasso, si troverebbe in breve tempo impossibilitato nell'eseguire puntualmente i suoi pagamenti. In brevissimo tempo il sistema collasserebbe.

Una possibile soluzione a questo problema sarebbe quella di continuare la produzione dei Bitcoin senza porre un limite fisso. Si dovrebbe procedere alla creazione di una nuova moneta fittizia, provocando una sorta di raddoppiamento del Bitcoin.

Tuttavia, un'eventuale duplicazione dei Bitcoin richiederebbe la costituzione di un'autorità centrale, che autorizzi e gestisca le transazioni, poiché il rischio di effettuare pagamenti più volte con la stessa moneta sarebbe elevato. Il tutto però avrebbe dell'utopico, in quanto andrebbe contro ad uno dei primissimi scopi di questo sistema: distruggere gli intermediari.

Dello stesso avviso è Paul Krugman che afferma: *“anche se i Bitcoin sono un fantastico strumento di scambio, non essendo uno strumento di conservazione del valore, soddisferebbero solo uno dei due requisiti della moneta, e dunque non può essere definita tale”*. Allo stesso modo, sostiene un altro Premio Nobel, Robert Schiller, il quale osserva che il Bitcoin non ha i requisiti per sostituirsi alle banche ed alle istituzioni governative, e se nel sistema economico prendesse piede il commercio con i Bitcoin, esso sarebbe caratterizzato da una fortissima inflazione e deflazione, insomma non potrebbe mai funzionare.

Inoltre, a seguito di un crollo del suo valore nel giugno del 2017, Bitcoin fu dichiarato da Morgan Stanley, *“una criptovaluta che in futuro non sarà valida né come moneta e neppure per quanto riguarda la funzione speculativa”*. Ad aggiungersi alle critiche sono gli istituti bancari, sostenendo che questa moneta virtuale non potrà reggere il confronto con carte di credito e debito, poiché queste ultime alle spalle vantano un sistema legislativo, che gli conferisce una buona solidità, sicuramente maggiore di quella che avrebbero i bitcoin.

L'unica possibilità che i Bitcoin possano sostituire la moneta reale, consisterebbe in un'introduzione di una regolamentazione che permetterebbe di stabilizzare e controllare il valore. Un'eventuale stabilizzazione ed introduzione di un sistema di vigilanza aumenterebbe sicuramente la fiducia nei confronti di Bitcoin, a tal punto probabilmente da spingere la gente a investire e contrarre mutui. La stabilizzazione dunque è l'unica possibilità che questa moneta virtuale ha per continuare a sopravvivere. Infatti, solo con la fissazione del suo valore, o con una lieve oscillazione, le persone smetteranno di utilizzare i bitcoin come un bene rifugio. Una volta superata questa barriera, bisognerà perfezionare il funzionamento della moneta virtuale, semplificando il suo utilizzo e rendendolo accessibile anche alle persone meno tecnologiche.

Tuttavia, anche studi in chiave futura, confermano questo scenario. Come ad esempio lo studio Swift, il quale analizza le relazioni tra moneta virtuale e a corso legale. Grazie all'analisi di Swift è emerso che l'utilizzo dei Bitcoin non provocherà una riduzione dell'uso della moneta reale, il tutto è dovuto ai fenomeni di speculazione che pregiudicherebbero la sua reale funzionalità negli scambi, rendendo improbabile un'eventuale sostituzione.

L'ipotesi più plausibile è che la moneta a corso legale e le criptovalute, dovranno convivere insieme. Un eventuale fallimento di una criptovaluta comporterebbe lo spostamento di quei vecchi utenti verso altre criptovalute. Come detto precedentemente, il mondo virtuale ha infatti un modesto numero di *clients*. Questa risulta essere l'ipotesi più plausibile, anche perché un eventuale crollo della moneta a corso legale significherebbe la distruzione di un sistema con solide basi, fondato quasi 50 anni fa.

Tale sistema comunque nel tempo si è evoluto e fortificato, grazie anche a svariati trattati come quello di Maastricht, grazie al quale viene data maggiore stabilità alla moneta. Non è da sottovalutare inoltre il fatto che negli ultimi anni questo sistema sia riuscito in poco tempo a rialzarsi dopo una gravissima crisi di dimensioni mondiali.

Dunque, per quanto riguarda il futuro, le classiche monete tangibili saranno con tutta probabilità ancora le protagoniste.

Conclusioni

Dopo aver analizzato tutti i passaggi economico-finanziari che si sono sviluppati principalmente negli ultimi due secoli con riferimento alla moneta, non ci resta che cercare di dare una risposta ai quesiti posti nel corso dell'elaborato, soprattutto in merito a quelli presenti nel terzo capitolo.

L'esame dei sistemi monetari che sono succeduti nel corso del tempo, ha messo in risalto la complessità e fragilità che verte intorno al sistema economico. In particolar modo, di quanto un minimo difetto, presente all'interno di quest'ultimo possa essere causa di un crollo economico universale; è per questo e per tutti i motivi analizzati in precedenza, che la classica moneta a corso legale non sarà sopraffatta dalle criptovalute.

Il sistema monetario basato su monete fisiche, sebbene nel corso degli anni abbia subito varie modifiche, vanta una durata più che centenaria. Stiamo trattando di una moneta che si è perfezionata nel tempo, la quale è stata inoltre caratterizzata da numerose crisi e pesantissime guerre, prime fra tutte le guerre mondiali.

Spesso i sistemi monetari sono falliti, ed è proprio questo il suo punto di forza. Infatti, da tali gravi accadimenti la moneta a corso legale è andata via via migliorandosi, rendendola un sistema con basi più che solide. Pertanto, proprio questo è il motivo principale per il quale le monete virtuali, ed in particolar modo Bitcoin, accompagneranno la moneta a corso legale nel corso dei prossimi anni, ma, senza comprometterne la sua validità ed efficacia. Ovviamente tutto ciò non rende la moneta a corso legale, un sistema perfetto anche perché il funzionamento e il relativo processo di scambio è regolato da un'autorità centrale, la quale a sua volta è chiaramente gestita da esseri umani. Dunque, accostare il termine perfezione ad un qualcosa gestito da esseri umani, sarebbe molto avventato.

Tuttavia, nonostante la sua imperfezione, il sistema monetario associato alla moneta a corso legale, come ha dimostrato negli anni passati, ha la capacità di migliorarsi, modificando dei "particolari". Come avvenne appunto nei primissimi anni '70, periodo nel

quale nacque il sistema dei tassi di cambio fluttuanti, che segnò il definitivo abbandono del legame tra moneta e oro.

Focalizzandoci sulla situazione attuale, i problemi che potrebbero sorgere nel corso degli anni, riguardano i criteri molto rigidi che identificano il Trattato di Maastricht.

Come già analizzato nel corso dell'elaborato, i valori da rispettare, i quali i più importanti riguardano il tasso di inflazione e l'indebitamento, scaturiscono "semplicemente" dalla situazione economica e monetaria vigente nel momento in cui sono stati stilati. Infatti, il principio decisionale dei requisiti si è basato su quei paesi membri della Comunità Economica Europea che nel 1992 si trovavano in una situazione più florida.

Ancora oggi sono molti gli oppositori di questi criteri, uno dei quali Di Taranto, che sostiene, nel suo libro "L' Europa Tradita", che il 60% del valore di indebitamento di un paese sia un valore sbagliato, mentre il livello del deficit pubblico non superiore al 3% del PIL vada a favore solo la Germania e pochi altri paesi nordici ai danni dei paesi del sud Europa.

Mentre da una parte ogni anno la Germania, aumenta la sua quota di surplus, dall'altra parte, paesi come l'Italia, ma soprattutto la Grecia, sono in una situazione disastrosa, la quale non può essere superata se ogni anno i paesi devono sottostare a questi valori target.

Tutto ciò ha causato dei gravi squilibri negli ultimi anni. C'è inoltre da aggiungere però che un eventuale peggioramento economico, il quale non possa essere sanato, a differenza di quello che successe in Grecia, analizzato in precedenza, prevedrebbe comunque delle soluzioni. Una tra tutte consisterebbe in una possibile modifica dei vincoli presenti nel Trattato di Maastricht. Ad esempio, la possibilità di indebitarsi, andando dunque ad aumentare la percentuale del 60%, permetterebbe a molte nazioni di incrementare la spesa pubblica, aumentando la produttività e diminuendo la disoccupazione. Sarebbe tutt'altro che semplice la gestione di una situazione del genere, ma non è comunque utopica.

Si potrebbe in modo molto minuzioso, dividere l'Europa in più zone a seconda della situazione economica, per andare poi a discriminare le differenti parti con differenti valori dei parametri da rispettare. Il tutto andrebbe a favore indubbiamente i paesi più in crisi, ma automaticamente tale strategia non richiederebbe più eventuali sforzi futuri da parte della BCE, che, incondizionatamente, potrebbe favorire anche i paesi floridi, i quali non sarebbero più condizionati dall'andamento di paesi in crisi.

Fonti e bibliografia

Fonti archivistiche consultate presso l'Archivio Storico della Banca d'Italia:

- Banca d'Italia, *"I rapporti tra le monete e l'oro"*, intervento del Governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio durante il *"Word Gold Council"*, Conferenza internazionale *"The Euro, the Dollar and Gold"* (Roma, 17 novembre 2000)
- Coeuré B., *"The Euro as a trusted means of payment"*, speech at the joint European Central Bank-Magyar Nemzeti Bank conference on *"Cost and efficiency of retail payments: Evidence, policy actions and role of central banks"* (Budapest, 15 novembre 2012)

Bibliografia

- Albert M., *"Il libro dell'economia partecipativa. La vita dopo il capitalismo"*, Il Saggiatore, Milano (2003)
- Ardizzi G., Petraglia C., Piacenza M., Schneider F., Turati G., *"Money Laundering as a Financial Sector Crime. A new approach to Measurement, with an Application to Italy"*, Università di Torino (2013)
- Capoti D., Colacchi E., Matteo M., *"Bitcoin Revolution: la moneta digitale alla conquista del mondo"*, Hoepli (2015)

- Coppola F., *“Keynes, la Teoria quantitativa della moneta e l’helicopter money invece del QE”*, Econopoly, Il Sole 24 Ore (2016)
- De Simone B., *“Moneta e banche attraverso i secoli”*, FrancoAngeli (2002)
- Di Taranto G., *“L’Europa tradita”*, Luiss University Press (2017)
- European Central Bank, *“Trattato di Maastricht”*
- European Central Bank, *“The monetary policy of the ECB”*, (Maggio 2011)
- Fantacci L., *“Bretton Woods, quando il mondo non ascoltò Keynes. E sbagliò”*, Linkiesta – Economia (2016)
- Mankiw G., Taylor M., *“Macroeconomia”*, Zanichelli (2011)
- Mersh Y., Financial stability policies in central banks at Seminar *“Financial Stability Policies in a Post-Crisis World”* Czech National Bank (4 marzo, 2013)
- Passarelli G., *“Bitcoin e antiriciclaggio”*, Sistema di Informazione per la Sicurezza della Repubblica (2016)
- Pimpinella M., *“I sistemi di pagamento nel terzo millennio”*, MFC Editore (2015)
- Roncaglia A., *“Breve storia del pensiero economico”*, Manuali Laterza (2016)
- Solimeo B., *“Dal baratto al Bitcoin. L’oro del XXI secolo”*, Zanichelli (2012)

Altre fonti

Infoprovder per grafici e dati economici

- *Bloomberg Finance L.P.*, andamento storico Bitcoin

- European Central Bank, *“Template on international reserves and foreign currency liquidity”*
- Ministero dell’Economia e delle Finanze, *Dati storici di Aste Ufficiali dei Titoli di Stato Italiani* pubblicati dal Dipartimento del Tesoro
- *Thompson Reuters*, andamento storico tassi di cambio

Sitografia

- www.mef.gov.it
- www.dt.tesoro.it
- www.ecb.europa.eu
- www.bancaditalia.it
- www.borsaitaliana.it
- www.dirittobancario.it
- www.ilsole24ore.com
- [wikipedia.org/wiki/Portale: Economia](http://wikipedia.org/wiki/Portale:_Economia)
- keynesworldpress.com
- inflation.eu – worldwide inflation data (inflazione – CPI)
- www.etfworld.it – analisi dei principali tassi di cambio
- www.sicurezzanazionale.gov.it

