

La politica di moneta abbondante e a basso costo: perché è nata e perché ha spinto la finanza più dell'economia reale*

Paolo Savona

Continuiamo a leggere contrastanti dichiarazioni sul mondo affascinante, ma anche conturbante della moneta. Dagli albori della civiltà stanziale – per semplicità di riferimento collocabile a circa seimila anni orsono – l'uomo ha sentito il bisogno di uscire dai vincoli del baratto usando un'unità di misura dei beni che fungesse anche da mezzo di scambio e l'ha individuata nell'uso di alcuni beni scarsi o scelti su basi convenzionali. Nel tempo ha ravvisato nell'oro lo strumento dotato di proprietà che lo rendevano atto a svolgere funzioni di moneta che altri beni non possedevano. Tuttavia lo sviluppo dell'economia reale dopo la rivoluzione industriale del XVIII secolo d.C. registrò una tale accelerazione da rendere necessario il ricorso a una moneta 'fiduciaria', per la gran parte cartacea, al fine di impedire l'incremento vertiginoso del prezzo dell'oro; inizialmente a questo metallo fu affiancato l'argento, ma il bimetallismo monetario si mostrò instabile, e si decise di mantenere il solo l'oro a riserva della circolazione fiduciaria, la cui quantità inevitabilmente decrebbe in misura percentuale al crescere della sua quantità.

Dopo varie vicende internazionali, dalla crisi della sterlina inglese del 1931 a quella del dollaro degli Stati Uniti del 1971, l'oro cessò di svolgere anche la funzione di collaterale, e la moneta divenne completamente fiduciaria. La sua accettazione si basa sul potere degli Stati di imporre alle rispettive monete nazionali sia di fungere da mezzo di scambio, serbatoio di valori e strumento liberatorio dei debiti, sia di stabilire le regole di conversione in monete estere. È quindi la legge di uno Stato che attribuisce alla propria moneta le tre proprietà indicate secondo le varie forme affermatesi nel tempo, dalla cartacea (il circolante) alle scritture contabili (i depositi bancari) e ai bit di computer (le carte di credito o le rimesse bancarie). Tuttavia la moneta può svolgere pienamente il suo ruolo se gode la fiducia di chi la possiede. La ricerca di un equilibrio tra potere statale e consenso degli operatori è il compito specifico della politica;

* Articolo non sottoposto a referaggio.

non a caso si usa il termine ‘stabilità monetaria’, una condizione che nasce dal combinato effetto delle buone scelte delle autorità e della fiducia dei possessori di moneta.

In passato si è lungamente osservato e studiato il comportamento della moneta nell’economia, cominciando dai suoi effetti sui prezzi della teoria quantitativa (poi chiamata neoclassica) e approdando a quelli sull’economia reale della teoria classica (poi keynesiana). Al termine della Seconda Guerra Mondiale, nell’area occidentale caratterizzata dall’operare del mercato, lo sviluppo reale fu sospinto dall’intervento pubblico e i prezzi furono considerati determinati in prevalenza dalla crescita dei costi, in particolare di quelli salariali, piuttosto che dalla quantità di moneta, quest’ultimo un concetto radicato nella mente degli operatori.

A cavallo degli anni 1960 e 1970 l’economia occidentale ha patito condizioni di deflazione (bassa crescita ed elevata inflazione) e le conclusioni furono che la moneta aveva un’efficace ruolo stabilizzante dei prezzi (il *restatement* della teoria monetarista), ma un basso ruolo propulsivo della produzione. Non venne però abbandonata l’idea che occorresse usarla per raggiungere un equilibrio tra crescita reale e prezzi, un’impostazione che trovò la più chiara attuazione nell’ambito della Federal Reserve americana, la banca centrale degli Stati Uniti; le scelte del Board della Fed si ispirarono infatti alla Taylor rule, una regola matematica indicata con il nome dell’autore, che recepiva l’istanza proveniente dall’Accademia che le scelte monetarie non si dovessero più basare su valutazioni soggettive, ma su criteri in prevalenza oggettivi.

A cavallo degli anni 2000 e 2010, a seguito della globalizzazione e di errori commessi nella conduzione monetaria e finanziaria con epicentro negli Stati Uniti, si affermò nel mondo una condizione di bassa inflazione e bassa crescita che indusse un cambiamento di paradigma della politica monetaria: il ruolo della moneta si ampliò, indirizzandosi verso lo svolgimento di compiti propri della politica fiscale, quelli di sospingere l’attività reale, anche perché la politica monetaria poteva operare in modo indipendente e non condizionato dai vincoli e dalle lentezze degli organi democratici. L’innesto di questo cambiamento è dovuto al fatto che le banche e, più in generale, la finanza entrarono in serie difficoltà e ridussero l’offerta di credito, con effetti negativi sugli investimenti e sull’attività produttiva. La caduta delle quotazioni delle attività finanziarie e immobiliari causò inoltre un ‘effetto ricchezza’ negativo sui consumi. Investitori e consumatori orientarono la loro attività in senso cautelativo mossi dallo sconcerto per quanto stava accadendo e per le risposte della politica confuse e contraddittorie, tra le quali un simbolo inequivocabile fu l’aver lasciato andare fallita la storica banca Lehman. Dopo una fase iniziale di massicci interventi dello Stato, finanziati con una maggiore emissione di titoli pubblici che aumentavano le tensioni sui mercati finanziari, per impedire che la crisi finanziaria si accentuasse e si trasferisse ancor più pesantemente all’economia reale, le autorità monetarie decisero di praticare una politica monetaria espansiva, conosciuta come Quantitative Easing: i tassi ufficiali dell’in-

teresse furono quasi azzerati e la creazione di moneta di base venne bruscamente incrementata, fino a raddoppiarne la quantità negli Stati Uniti e nell'Euroarea.

Per la Fed questa politica rientrava nell'assolvimento del mandato istituzionale ricevuto, mentre per la Banca Centrale Europea l'uso della creazione monetaria è stato in prevalenza strumentale per raggiungere la stabilità monetaria e sospingere lo sviluppo reale; ha perciò richiesto più tempo per essere attuata. Poiché i valori delle attività finanziarie erano depressi e pertanto la loro ripresa più probabile, le più ampie disponibilità di moneta si indirizzarono dove maggiori erano le aspettative di rendimento, una spinta rafforzata dagli andamenti fiacchi della domanda aggregata. Si spiega perciò il perché la politica monetaria espansiva ha agito più dal lato della finanza che da quello dell'economia reale. La conseguenza è stata che sulle quotazioni di borsa, soprattutto quelle azionarie, si sono affermate aspettative estrapolative che hanno cominciato a preoccupare le autorità monetarie e la parte più prudente del mercato. Le autorità hanno di conseguenza cominciato a valutare la necessità di un 'rientro nella normalità'.

Ancora una volta questa inversione ha preso avvio negli Stati Uniti, con molta cautela e soddisfacenti risultati. Il timore è che questa inversione di politica fosse preludio a un'analoga inversione dei corsi azionari, ai quali avrebbero dovuto seguire anche quelli obbligazionari a causa dell'aumento dei tassi dell'interesse. La ripresa produttiva in atto e la cautela con cui la politica monetaria ha cambiato attitudine non hanno per ora invertito la tendenza alla crescita dell'economia reale, anche perché questa si era organizzata in modo indipendente dall'offerta di moneta, né ha causato la caduta temuta delle quotazioni di borsa. Il ritorno del testimone nelle mani della politica fiscale ha visto come al solito in prima linea gli Stati Uniti, che hanno promosso una detassazione e modifiche regolamentari tali da sospingere la ripresa produttiva e quindi sostenere il livello delle quotazioni azionarie.

Nascita, vita e avvio a conclusione della politica di moneta abbondante e a basso costo sono state rese possibili perché l'inflazione ha mostrato di avere suoi stabilizzatori interni nell'elevata elasticità dell'offerta di beni, anche dovuta a un intenso sviluppo delle innovazioni tecnologiche, e nella bassa crescita salariale, in gran parte calmierata dagli andamenti dei paesi emergenti. Va considerato che le autorità monetarie si sono date un obiettivo ottimale di crescita dei prezzi non superiore al 2%, un dato è privo di basi teoriche e frutto di una interpretazione lassista della loro indipendenza dagli organi della democrazia fondato sul principio della no taxation without representation che imporrebbe di combattere ogni livello di inflazione, non certo di auspicarla e di operare per raggiungere livelli sia pure modesti di aumenti di prezzo.

Tuttavia, se il paniere usato per calcolare l'aumento dei prezzi prendesse in considerazione gli andamenti delle quotazioni delle attività finanziarie, il tetto stabilito sarebbe stato già stato da tempo superato. Attualmente il potere di acquisto reale dei salari è quasi interamente protetto e quello del risparmio in crescita, pur in presenza di

tassi dell'interesse molto bassi; i rendimenti delle azioni sono legati soprattutto al crescere delle loro quotazioni, assegnando a queste il governo del processo di recupero del livello di attività produttiva e del rientro nella normalità della politica monetaria. Non a caso le autorità monetarie hanno ripetutamente detto che avrebbero continuato la politica accomodante finché la crescita reale non avesse assunto caratteristiche stabili con un'inflazione sotto il tetto stabilito e corsi azionari che si presentano solo con modeste oscillazioni.

Nel quadro di una moneta tuttora abbondante e di una crescita reale a tinte positive, l'affermarsi della tecnologia informatica blockchain, che garantisce trasparenza contabile e sicurezza, ha rivitalizzato la natura convenzionale della moneta e causato lo sviluppo di un circuito di monete esclusivamente telematiche, le *criptocurrency* (come i bitcoin, i primi nati). Questa evoluzione del mercato monetario pone alle autorità nuovi problemi e impone a esse la ricerca di nuovi assetti istituzionali. Il ritorno nella normalità non si può considerare un ritorno al passato. La punta dell'iceberg dei problemi da affrontare si ha nel passaggio della sovranità di battere moneta dallo Stato ai privati, mentre quella dei nuovi assetti istituzionali è l'esigenza di una netta divisione tra sistema dei pagamenti e sistema del credito/risparmio.

Se non fosse per i vincoli alla diffusione che sollevano la natura convenzionale delle *criptocurrency* e la possibilità che prima o dopo la tecnica blockchain possa essere violata dagli hacker, il circuito della moneta telematica avrebbe già espropriato la sovranità monetaria dello Stato. Le autorità si sono limitate a gettare sabbia negli ingranaggi delle valute telematiche proibendo o limitandone l'uso, ma il problema non si può dire risolto finché la tecnologia blockchain presenta vantaggi rispetto alle tecnologie monetarie attuali. La situazione e i connessi problemi si sono complicati perché sulle *criptocurrency*, partendo dai bitcoin, si è avviata un'azione speculativa che ha reso altamente instabile il loro valore e trasformato lo strumento da moneta ad attività di investimento finanziario; questa possibilità si era peraltro già manifestata nella creazione degli ICO (Initial Coin Offer), una raccolta di fondi per effettuare investimenti reali. Di conseguenza le *criptocurrency* si sono divise in forme che assolvono a diversi compiti: di investire risparmi, di finanziare l'attività produttiva e di fungere da mezzo di scambio; per questa funzione il mercato ha dato vita ai *bitcoincash* a fianco dei bitcoin tradizionali, confermando l'evoluzione delle *criptocurrency* in *criptofinance*. Le trasformazioni hanno pertanto investito l'intero arco di attività dell'economia con le autorità che ancora non hanno intravvisto per conseguenze e, perciò, sono in ritardo nel prendere decisioni di un passaggio a una nuova normalità.

Le proibizioni e limitazioni nell'uso delle *criptocurrency* non risolvono il problema di controllarne gli sviluppi, ma neanche incanalano lo strumento ormai non più nuovo e la sua base tecnica (il blockchain) verso la soluzione di un annoso problema di protezione del sistema dei pagamenti e di responsabilizzazione etica e operativa della

gestione del risparmio e del credito. A presidio diretto della sicurezza dei mezzi di pagamento fiduciari, per la gran parte depositi bancari, vi sono oggi la Vigilanza preventiva sulle aziende di credito e l'intervento successivo degli schemi di garanzia depositi; come la storia insegna, la prima non può avere doti di infallibilità data le difficoltà oggettive nel suo svolgimento e i secondi possono intervenire entro i limiti fissati dalle riserve matematiche, se operano su basi assicurative come negli Stati Uniti, o dalla capacità di intervento delle banche, se operano con loro mezzi, come in Italia. L'intervento delle banche centrali come lender of last resort è essenziale per tutelare il buon funzionamento del sistema dei pagamenti; quasi tutte le principali banche centrali del mondo hanno questo potere di intervento, ma non la Banca Centrale Europea; per giunta nell'Unione Europea è anche proibito agli Stati-membri di intervenire in caso di crisi bancarie, nonostante si sappia che sono essi che restano incisi, come si è ripetuto in quella più recente. In breve, si fa, ma non si ammette che così si debba.

Se gli Stati accettassero di trasferire l'intero sistema dei pagamenti su proprie cryptocurrency, avvalendosi della tecnologia blockchain, raggiungerebbero due obiettivi: manterrebbero la sovranità monetaria, proteggerebbero il sistema dei pagamenti dalle crisi bancarie e contrasterebbero con maggiore efficacia l'accumulo di danaro sporco. Sarebbero ovviamente responsabili della prevenzione contro gli attacchi degli hacker e, in caso di fallimento involontario, sopporterebbero l'onere degli eventuali danni, attingendo risorse dal signoraggio monetario goduto. Se così di decidesse, la circolazione dei mezzi di pagamento si svilupperebbe senza i sussulti che da sempre patisce. Una volta isolata la moneta dai rischi di gestione del risparmio e del credito, le banche e gli altri intermediari ritroverebbero la loro validità etica e utilità pratica. Esse tornerrebbero infatti a svolgere il ruolo di gestori dei risparmi e magistrati del credito a fini di lucro se sviluppassero al loro interno conoscenze asimmetriche rispetto ai risparmiatori e ai prenditori a prestito, ossia se fossero capaci di gestire il merito di credito meglio dell'operatori comuni di mercato. Le basi di questa capacità poggiano attualmente sulle informazioni e sui guadagni tratti dalla gestione del sistema dei pagamenti valutati su basi soggettive (il 'fiuto' del banchiere) che oggi dispongono di nuovi strumenti matematici noti come algoritmi; questi si avvalgono della raccolta sistematica di enormi quantità di statistiche, i big data, che vengono elaborati secondo metodi che affondano la propria logica nelle teorie esplicative del caos, nelle proprietà note delle reti neurali e nelle leggi conosciute dell'evoluzione, che consentono di fornire risposte su basi oggettive. Questo è il nuovo quadro istituzionale che si pone all'attenzione dei Governi e dei Parlamenti. Nell'esaminare la situazione e prendere decisioni, essi marciano attualmente un ritardo che può essere fatale, perché per essere colmato richiederebbe di smontare un sistema monetario e finanziario privato che sa cogliere le novità e va mettendo profonde radici.

La politica di moneta abbondante e a basso costo: perché è nata e perché ha spinto la finanza più dell'economia reale

Il saggio analizza il ruolo crescente svolto dalla moneta nell'economia dagli albori della civiltà fino ai giorni nostri. In particolare, l'Autore dà conto della politica monetaria espansiva propria degli anni 2000-2010 (cd. Quantitative Easing), del suo successivo ridimensionamento e delle nuove sfide poste dallo sviluppo di un circuito di monete esclusivamente telematiche quali le criptocurrency.

The policy of abundant and low-cost currency: why it came about and why it has driven the world of finance more than the real economy

The essay analyses the growing role played by currencies in the economy since the dawn of civilisation right up to the present day. In particular, the Author examines the expansionary monetary policy of the years 2000-2010 (the so-called 'quantitative easing'), of its ensuing downsizing and of the new challenges posed by the development of exclusively electronic monetary circuits such as that of the criptocurrencies.