

Sergio Cesaratto

SEI LEZIONI SULLA MONETA

La politica monetaria com'è
e come viene raccontata

DIARKOS

© 2021 Diarkos editore
Tutti i diritti riservati

ISBN: 978-88-3616-111-9
Promozione e distribuzione Mondadori libri

Sede legale:
Via del Progresso, 21
47822 Santarcangelo di Romagna (RN)
Sede operativa:
Via Goffredo Mameli, 15
42123 Reggio Emilia

Finito di stampare nel mese di settembre 2021
presso Vela Web Srl, Binasco (MI)

E poi, voi queste cose non le dite...
Francesco G.

Indice

13	Ringraziamenti
15	Glossario dei principali acronimi
17	Introduzione
23	PRIMA LEZIONE
	Come le banche creano moneta
24	1.1. La gerarchia delle monete
27	1.2. La banca sotto casa
30	1.3. Sistemi di pagamento (Paolo e Francesca)
32	1.4. Le banche in riserva
34	1.5. Paolo targets Kathrin
36	1.6. Le banche hanno credito
38	1.7. Partire senza riserve
44	1.8. Paga in contante?
46	1.9. Prestiti bancari, investimenti e risparmi
50	Letture suggerite

53	SECONDA LEZIONE
	L'angolo oscuro: la politica monetaria com'è (in tempi normali)
55	2.1. A cosa servono le riserve
56	2.2. Obiettivi finali e immediati, e strumenti operativi della politica monetaria
62	2.3. <i>White</i> e <i>blue collar</i> delle banche centrali
65	2.4. Il cammino che ci attende
69	2.5. Gli strumenti di politica monetaria con particolare riferimento alla "politica del tasso di interesse"
74	2.6. Il corridoio
78	2.7. <i>Tout se tient</i>
81	2.8. Mobilitiamo le riserve
86	2.9. Bancomat e Tesorerie
89	2.10. Il bilancio dell'Eurosistema a volo d'uccello
92	2.11. Il deficit netto di liquidità
94	2.12. Quel liquido del canale estero
99	2.13. Quei Volsci dei fattori autonomi
104	2.14. Un bilancio estatico
105	2.15. Quelle dissociate di banche centrali
109	<i>Approfondimento A.2</i> Banche centrali: diamoci una regolata
126	Letture suggerite

127	TERZA LEZIONE
	Il mestiere di Draghi.
	Le politiche non-convenzionali della BCE
128	3.1. L'interesse della banca centrale ("interest rate policy")
129	3.2. La banca centrale è a terra ("floor system")
136	3.3. La BCE scalda i muscoli (2008-2010)
141	3.4. Merkozy vuole distruggere l'euro ma arriva Draghi (2011-2012)
149	3.5. Si può fare di più. La BCE diventa non-convenzionale (2012-2019)
154	3.6. PEPP! Il quantitative easing si fa virale
162	3.7. L'Europa si sta ravvedendo?
172	<i>Approfondimento A.3</i> Moneta digitale: una tempesta in una tazza di tè o questione geopolitica?
208	Lecture suggerite
211	QUARTA LEZIONE
	La politica monetaria com'è raccontata
211	4.1. I libri di testo: sbagliati, anzi confusi
213	4.2. La funzione delle banche
219	4.3. L'esistenza del tasso naturale dell'interesse
221	4.4. Il moltiplicatore dei depositi bancari
229	4.5. La visione tradizionale della politica monetaria
240	4.6. Quelli che, tanto <i>c'est la même chose</i>

247	<i>Approfondimento A.4</i> La fiaba del moltiplicatore dei depositi (o monetario)
262	Lecture suggerite
263	QUINTA LEZIONE Moneta endogena e finanziamento della domanda aggregata alla luce di impostazioni alternative di teoria economica
264	5.1. There are two approaches
266	5.2. I marginalisti e la moneta
271	5.3. Wicksell il keynesiano
277	5.4. Torniamo ai classici
283	5.5. Moltiplicatori e Supermoltiplicatori (per seccioni)
287	5.6. Modelli diversi di capitalismo, ma sempre <i>demand-led</i>
295	5.7. Dal circuito monetario di Graziani a quello <i>demand-led</i>
304	5.8. I consumi autonomi
305	5.9. Lo Stato spendaccione
318	5.10. La finanza internazionale
340	5.11. Moneta endogena, guadagni speculativi e domanda aggregata
344	5.12. Verso una teoria monetaria della crescita e della distribuzione
348	Lecture suggerite

Una nessuna centomila. Le molte verità di TARGET2

352	6.1. Heri dicebamus...
357	6.2. Fu vero debito? La verità economica
360	6.3. Una transazione commerciale (il caso di Athanasios)
370	6.4. E ora il dibattito
378	6.5. Il rimpatrio di capitali da parte di non-residenti (il caso di Karl)
382	6.6. L'espatrio di capitali da parte di residenti (il caso di Carlo)
389	6.7. TARGET2 e il quantitative easing (il caso di Charles)
394	6.8. Verso le conclusioni: chi rompe paga?
405	<i>Approfondimento A6.1</i> TARGET2 e liquidità
409	<i>Approfondimento A6.2</i> Saldi TARGET2, bilancia dei pagamenti e posizione sull'estero
418	<i>Approfondimento A6.3</i> Banconote in fuga
423	Lecture suggerite
424	Allegato. La lettera di Draghi
427	Epilogo
429	Riferimenti bibliografici
445	Indice dei nomi

Ringraziamenti

Ringrazio Giancarlo Bergamini per l'usuale aiuto ricevuto. Ringrazio Massimo Amato, Aldo Barba, Rosaria Rita Canale, Gabriele Coppini, Stefano Di Bucchianico, Luca Fantacci, Giuseppe Ferrero Stefano Lucarelli, Riccardo Pariboni, Antonella Stirati, Dario Togati, e Attilio Trezzini per aver riletto e commentato parti del manoscritto. Non sempre ho accolto le loro osservazioni, non perché non pertinenti, ma per la mia difficoltà a tenerne conto in un testo già abbastanza complesso. Il meglio è nemico del bene. La responsabilità degli immancabili errori e imprecisioni rimane naturalmente solo mia. Le traduzioni delle citazioni dalla letteratura in lingua straniera sono mie (ma tradurre è un'arte, per cui se potete risalite agli originali). Laddove manchi l'indicazione di pagina, vuol dire che una citazione è presa da documenti web senza chiara numerazione. Devo a Thomas Fazi la segnalazione della citazione in testa alla prima lezione.

Glossario dei principali acronimi

APP: Asset Purchase Programme, programma della BCE di acquisto di titoli in via definitiva, anche noto come *QE*; ri-comprende: Public sector purchase programme (*PSPP*); Asset-backed securities purchase programme (*ASSPP*); Covered bond purchase programme (*CBPP*).

BCE: Banca centrale europea.

BTP: Buono del Tesoro Poliennale.

Buba: Bundesbank, la banca centrale tedesca.

CBPP: Covered bond purchase programme (programma della BCE di acquisto di obbligazioni bancarie).

DLT: Distributed ledger technology (tecnologia di contabilità decentralizzata).

DM: Deutsche Mark.

EONIA: Euro OverNight Index Average (tasso di interesse relativo alle operazioni a brevissima scadenza [overnight] svolte sul mercato interbancario europeo).

ESM: European Stability Mechanism (fondo "salva-Stati" dell'UE).

EUROSISTEMA: Insieme delle banche centrali dei Paesi dell'UME e della BCE.

FED: Federal Reserve, banca centrale degli Stati Uniti d'America.

FMI: Fondo Monetario internazionale.

IOU: I owe you, titolo di debito informale.

LTRO: Long-term refinancing operations (operazioni a lungo termine, effettuate dalla BCE, di provvista di riserve al sistema bancario); ricomprendono: Very long-term refinancing operations (*VLTRO*); Targeted longer-term refinancing operations (*T-LTRO*).

MES: Meccanismo europeo di stabilità.

MMT: Modern Money Theory.

MRO: Main refinancing operations (operazioni a breve termine, effettuate dalla BCE, di provvista di riserve al sistema bancario).

NGEU: Next Generation European Union.

OMT: Outright Monetary Transactions (Operazioni di acquisto di titoli in via definitiva effettuate dalla BCE).

PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme.

QE: Quantitative easing (tecnicamente denominato dalla BCE APP, vedi sopra).

SME: Sistema monetario europeo (1979-1998).

SMP: Securities Markets Programme (programma della BCE di acquisti di titoli in via definitiva 2010-2012).

TARGET2: Sistema dei pagamenti interbancari dell'eurozona.

UE: Unione europea.

UME: Unione economia e monetaria europea.

ZLB: Zero lower bound.

Introduzione

Nel Faust l'invenzione della carta-moneta è attribuita a Mefistofele. Freschi di stampa e del prodigio che li ha resi uguali all'oro, i biglietti del diavolo si spandono per il regno. Chi se ne impadronisce diventa ricco, e il buffone di corte dice «stasera stessa mi cullerò nel mio feudo». Ma anche nella vita ordinaria la moneta può essere creata dal nulla (per quanto non da chiunque). E con effetti non meno sconvolgenti. Al pari della moneta creata da Mefistofele, la moneta creata dalle banche internazionali attraversa il mondo come un vento impetuoso. Sconvolge modi di vivere e gerarchie sociali, alimenta speranze e premia le scommesse più ardite, genera un'onda di euforia che non di rado, ritirandosi, lascia dietro a sé macerie e desolazione.

Fernando Vianello 2013, p. 18.

Cartacea o digitale, la moneta è protagonista della nostra vita quotidiana. Intuiamo dai giornali che i grandi sacerdoti che la amministrano risiedono presso le banche centrali come la Banca centrale europea (BCE) o la Federal Reserve americana (Fed). Questo libro ha l'obiettivo ambizioso di iniziare lettrici e lettori ai misteriosi riti che presiedono alla creazione ed esistenza (e talvolta scomparsa) della moneta.

Esso si indirizza a tre gruppi di soggetti: i cittadini ordinari interessati alle vicende politico-sociali e, da ultimo, a maturare un parere informato sul proprio destino; a chi questo destino spesso orienta senza avere le competenze sufficienti, e parlo di giornalisti e politici; infine a coloro che ci son più preziosi, i giovani studenti, di economia ma non solo (anzi!).

Come vedremo, gli studenti ricevono generalmente dai loro professori di economia un'educazione nei riguardi della moneta e della politica monetaria che non solo è antiquata,

ma è persino sbagliata, come viene sempre più riconosciuto da importanti autorità soprattutto presso le banche centrali. In questo senso il libro può risultare utile non solo agli studenti più curiosi, ma anche ai loro professori come libro di testo da accompagnare a quelli standard, o magari sostituirli! Se da un lato c'è nel libro una sottile verve polemica verso il modo acritico con cui molti colleghi insegnano materie macroeconomiche, capisco dall'altro che sono relativamente pochi coloro che fanno ricerca su temi di economia monetaria. Ciò non giustifica tuttavia il gap fra ciò che si insegna e le concezioni monetarie più aggiornate prevalenti presso le banche centrali, che risalgono tuttavia a importanti tradizioni nel pensiero economico poco recepite nei libri di testo. L'accoglienza della macroeconomia convenzionale agevola inoltre la condivisione di visioni monetarie ormai poco credibili – si pensi a quanto l'ancora diffusa idea pre-keynesiana che siano i risparmi a determinare gli investimenti influenzi l'insegnamento che funzione delle banche sia di intermediare i risparmi (torneremo a lungo su questo). Temo ancor di più che le tendenze attualmente diffuse nella professione a vedere l'economia come una scienza prevalentemente empirica applicata a temi specifici – magari apparentemente sociali come l'ambiente, la disegualianza o la povertà, quando non basati su esperimenti di laboratorio sui comportamenti individuali – stia riducendo le competenze analitiche disponibili su temi macroeconomici di fondo.

L'indirizzarci a un pubblico variegato ci imporrà il difficile compito di viaggiare a un livello intermedio accompagnando alla divulgazione alcune escursioni in terreni appena più complessi che cercheremo di rendere accessibili al lettore interessato solo a farsi un'idea – di cui comunque si potrà tralasciare la lettura senza perdere il filo. Per rendere l'esposizione più lieve e divertente, attraverso una formula che è stata molto molto apprezzata nel mio precedente *Sei lezioni di economia*, l'esposizione sarà spesso interrotta da una interlocutrice. Così ho telefonato alla studentessa che aveva già accompagnato la mia precedente fortunata avventura nella divulgazione. Ella

ha ora un buon lavoro e segue con passione le vicende economiche, e mi dice che tanto entusiasmo in un momento difficile le deriva anche da quell'esperienza; ma questo me l'han detto in molte e molti in questi anni. La parola più abusata nella pandemia da politici e gente comune è stata "libertà", confusa con il poter fare ciò che ci pare. La libertà è soprattutto impegno civile; in carcere si possono scrivere i *Quaderni*. Però anche la spensieratezza è importante; ma è una libertà in senso lato, tant'è che non tutti o sempre se la possono permettere. Questo è un libro complesso, ma spero di avergli lasciato un tocco di spensieratezza e di ironia.

Procederemo così. Cominceremo dalla nascita della nostra creatura, la moneta, davanti alla quale sono (purtroppo) in pochi a non inchinarsi. Capisco che appaia tedioso cominciare un libro dalle banche, ma vedrete che non sarà noioso: qualcuna di voi salterà sulla poltrona sentendosi dire che le banche non raccolgono e prestano il risparmio, bensì concedono prestiti creando moneta ... va bene, accetto che non sia molto più eccitante della caduta della Rupia dell'Ernesto di wildiana memoria, ma insomma questo è un libro di economia e il lato melodrammatico uno se lo deve immaginare. Approfondiremo anche il tema delle monete digitali di cui da un po' si parla.

Salve prof, ma perché parte da lì? Bentornata. Partiremo nella prima lezione dalla creazione di moneta delle banche – la cosiddetta teoria della moneta endogena – perché questo fa vedere che le banche, che svolgono la funzione fondamentale di concedere i crediti senza i quali l'economia non funziona, necessitano a loro volta d'una moneta creata dalla banca centrale, le cosiddette riserve. Nella seconda lezione, la più corposa, mostreremo che proprio sul ruolo delle riserve gioca, almeno in tempi normali, la politica monetaria, ovvero l'azione di politica economica della banca centrale. Perché in "tempi normali"? Un po' come le famiglie della Anna Karenina di Tolstoj, nei periodi in cui le economie van bene queste si assomigliano fra di loro, mentre quando vanno male ciascuna lo fa un po' a modo proprio. Mentre nella seconda lezione mostreremo come funziona la politica monetaria quando

le cose van grosso modo bene – sebbene non funzioni certo come descritto nei manuali di economia – nella *terza lezione* spiegheremo le politiche “non convenzionali” adottate dalle banche centrali a partire dalla crisi cominciata nel 2008, crisi mai terminata per l’Italia e in fondo neppure per l’Europa, poi aggravatasi dal 2020 con la pandemia. Accenneremo qui a tanti dibattiti di attualità, dall’“helicopter money”, alla monetizzazione e persino cancellazione del debito pubblico da parte delle banche centrali, alle tesi della “Modern Money Theory” (MMT), sino agli effetti delle monete digitali sulla politica monetaria, sempre con un pensierino al nostro problematico Paese. Nel libro teniamo conto della revisione della strategia di politica monetaria presentata dalla Presidente Christine Lagarde l’8 luglio 2021. *E con questo abbiamo finito prof!* Eh no, abbiamo appena cominciato!

La spiegazione della politica monetaria che vi avrò sino a questo punto offerto non è una “teoria eterodossa”, è piuttosto un *fatto*, e come tale è un punto di vista condiviso da molti economisti delle banche centrali. *Non tutti?* Temo che qualche incertezza vi sia pure fra le loro fila, e questo è il frutto della teoria economica che hanno studiato all’università che è sbagliata in sé, e di conseguenza fuorviante per l’analisi monetaria concreta. *Ho capito professore, lei è riuscito a trascinarci sul suo terreno preferito: la battaglia fra le teorie economiche!* Sì, è così.

E infatti nella *quarta lezione* spiegherò l’analisi monetaria alla luce della teoria “marginalista” (o neoclassica) attualmente dominante, chiarendo perché essa porta alle trattazioni sbagliate dei libri di testo. Ma non solo. Nei primi tre capitoli abbiamo spiegato come funziona la politica monetaria, ma non a quali indirizzi di politica economica si deve rifare. *Non capisco bene prof!* Quello che voglio dire è che a seconda della teoria economica che condividiamo, per esempio quella marginalista che ritiene il *laissez faire* un buon principio di politica economica, o quella keynesiana che ritiene l’intervento pubblico necessario al buon funzionamento dell’economia, cambiano gli obiettivi della politica monetaria. *Quindi lo strumento è il medesimo ma l’impiego è diverso.* Esattamente.

Nella *quinta lezione* spiegheremo dunque moneta e politica monetaria in ambito keynesiano, evocando anche elementi della teoria del sovrappiù degli economisti pre-marginalisti. Cogliremo qui l'opportunità di trattare anche di qualche aspetto internazionale della moneta, incluso il mio perenne bisticcio con gli amici MMT su moneta sovrana e vincolo della bilancia dei pagamenti. E a questo punto abbiamo davvero finito. Può però essere divertente ritornare sulla controversia, questa sì melodrammatica, su TARGET2, il discusso sistema dei pagamenti dell'Unione Economica e Monetaria Europea (EMU). Anche Draghi, nella veste di Presidente della BCE, fu trascinato nella polemica. E dato che persino in prestigiosi atenei esteri ho trovato studiosi di moneta internazionale che ancora non avevano capito bene TARGET2, ci torniamo nella *sesta lezione*.

Coloro che hanno già letto *Sei lezioni di economia* (Cesaratto 2019) troveranno elementi di continuità ma anche molti nuovi approfondimenti, essendo la moneta più centrale nel presente volume. Chi non l'avesse letto non si preoccupi, ogni cosa è rispiegata daccapo. Se dovessi tuttavia distinguere il rispettivo filo rosso dei due libri direi che le *Sei lezioni di economia* hanno la teoria del sovrappiù come leitmotiv, mentre il presente volume ha il concetto di moneta endogena come tema conduttore, sebbene ambedue i concetti siano presenti in entrambi i volumi. Se incuriositi, questi lettori potranno successivamente leggere le *Sei lezioni di economia*, arricchendo così le proprie conoscenze. Insomma i due libri sono diversi e complementari con delle inevitabili, ma direi utili, sovrapposizioni.

Ed ora, come si diceva in un grande partito di cui ricorre quest'anno il centenario della fondazione – una delle istituzioni più serie che questo paese abbia prodotto nel secolo trascorso – al lavoro e alla lotta!