

IL RUOLO DEL CIRCOLANTE
QUANDO L'ECONOMIA RISTAGNA,
I GOVERNI NE SONO FELICI,
E LA BANCA CENTRALE E'
THE NEXT WONDERFUL THING SINCE SLICED BREAD

Fabio Sdogati
2016 02 21

Mala tempora currunt,
sed peiora parantur

Indice

Premessa

1. Un breve ripasso di come pensavamo prima della crisi del credito iniziata nel 2007
2. Politiche economiche Usa contro la, e quelle UE a favore della, stagnazione post-2008
3. Banche centrali disarmate
4. Banche centrali centri di lotta alla criminalità e nuova politica monetaria
5. Stagnazione secolare?
6. E allora?

Indicazioni bibliografiche essenziali

Premessa

Da qualche settimana scrivo solo pezzi brevi, dal contenuto circoscritto, relativamente poveri di argomentazioni, 'veloci' come talvolta chiedono le circostanze. Oggi vorrei tornare ad uno stile che mi si adatta meglio, credo, didascalico (non ho mai capito dove sia l'insulto), polemico ovviamente, ma che produca un lavoro 'articolato e complesso,' come si diceva quando a scrivere erano gli intellettuali. La ragione di questa decisione è semplice (semplice se si pesano le parole che sto per dire):

1. Stiamo vivendo un'epoca straordinaria. Straordinaria dal punto di vista economico, ovviamente. Dove per 'straordinaria' intendo proprio 'fuori da quello che fino a pochi anni fa era l'ordinario', il normale, quello di cui si aveva esperienza e rispetto al quale si sapeva agire. Ad esempio, l'inflazione era un fatto normale. Era un fatto ben radicato nella nostra cultura. E alla normalità contribuiva il fatto che essa venisse temuta, da tanti se non da tutti. Sì, perché la normalità di una situazione non sta soltanto nei *fatti* che la rendono tale, ma anche nel fatto che le interpretazioni, per quanto diverse, ne riconoscono tutte la rilevanza. Con il che non voglio dire che in condizioni ordinarie tutti la pensano allo stesso modo, ma soltanto che le differenze di interpretazione sono riconducibili spesso a motivazioni ideologico-politiche oltre che, ovviamente, ad approcci scientifici diversi. Che poi tanti la pensassero allo stesso modo non era ovviamente garanzia della correttezza dell'interpretazione e, a maggior ragione, non era garantita la correttezza dell'azione delle autorità di politica monetaria in particolare. Esempio: c'è inflazione perché c'è troppa moneta, si tolga moneta dalla circolazione. Lo sapevano tutti. Lo capivano tutti.
2. Tutti chi? Beh, quelli che credevano, e credono tutt'oggi, che "l'inflazione [è] sempre e dovunque un fenomeno monetario", cioè che le espansioni monetarie prima o poi [ma *quando* sarà questo 'prima'? e il 'poi'? Nota mia, fs] si traducono in inflazione. Per capirci: teoria questa contro cui ho combattuto una vita, fortunatamente in ottima compagnia. E chi erano, e sono, quelli che ci credono? Semplice anche questa: quelli che hanno l'orecchio del principe, o i principi stessi. Tanto per non fare nomi, come sempre, l'austero presidente della bce Trichet e il suo successore, Draghi. Il quale è impegnato allo spasimo per rialzare il tasso di inflazione grazie a ogni sorta di diabolico meccanismo, dalle chiacchiere pure e dure del "[Faremo tutto ciò che serve...e credetemi, sarà abbastanza](#)" al pagare tassi di interesse negativi sulle riserve detenute liberamente dalle banche commerciali presso la bce.
3. E gli altri? Gli altri (noi) non ci credevano, ma capivano il fenomeno, capivano le motivazioni del campo avverso, e presentavano le proprie tesi. Finito. C'era comprensione 'comune' del problema, c'erano differenze anche importanti nelle spiegazioni, e differenze altrettanto importanti nelle misurazioni dei fenomeni. Tutto qui.

Esiste oggi, diciamo dalla crisi del credito del 2007 per capirci, una comprensione 'comune' dei fenomeni? C'è un'aria di normalità? Le risposte sono ovviamente negative in entrambi i casi:

4. Non c'è aria di normalità. Ma *è normale che i tassi di interesse siano negativi?* Non abbiamo sempre capito (alcuni di noi insegnato) che *il tasso di interesse è il costo opportunità del detenere liquidità*, vale a dire la remunerazione che il datore a prestito chiede al prestatore a prestito in contropartita del sacrificio che fa dando a prestito, appunto, separandosi cioè dalla propria liquidità? Mi si dirà: ma stiamo parlando di tassi negativi sulle riserve delle banche presso la bce, e le banche non stanno facendo dei sacrifici quando depositano in bce, tanto è vero che chiamiamo quei depositi riserve *libere*, o riserve in eccesso di quelle

obbligatorie. Al che rispondo: vero, ineccepibile. Ma chiedo a mia volta: non è forse vero che esistono già banche commerciali che accettano depositi a tassi di rendimento negativi? Non è forse vero che sappiamo già di banche commerciali che *danno a prestito a tassi negativi!*? (Sto banalizzando un po' perché questi prestiti vengono erogati a condizioni particolari, ma tant'è). Per dirla in soldoni: quanto a lungo le banche commerciali saranno disposte a pagare un tasso di interesse per depositare la propria liquidità in bce senza 'rifarsi' sui suoi depositanti? O, in maniera ancor più cruciale: con i tassi di rendimento sulle obbligazioni pubbliche che si stima essere ormai negativi per migliaia di miliardi, e con la crisi del credito alle imprese produttive che dura ormai da oltre otto anni, dove le banche commerciali andranno a cercare la propria profittabilità? E ancora: cosa succede ai tassi sul mercato interbancario, quando le riserve libere rendono solo interessi negativi!? C'è poco di 'normale' in tutto questo. E purtroppo c'è poco o niente di già visto, di esperienze da cui si possa trarre qualche insegnamento¹.

5. Non c'è comprensione condivisa del problema. I libri di testo di economia continuano a parlare del vecchio mondo come nulla stia succedendo, o quasi. La bce dice che *il problema è l'inflazione troppo bassa* (e per lei lo è, visto il suo mandato). Ma i libri di testo continuano a dedicare capitoli interi al modello 'a prezzi flessibili' per spiegare *l'inflazione*, come chiamiamo noi quei modelli in cui, siccome si assume piena occupazione, i prezzi schizzano verso l'alto (inflazione) ogni volta che si verifica un eccesso di domanda di beni e servizi a fronte di una capacità produttiva già per ipotesi completamente utilizzata. Queste erano stupidaggini prima del 2008, quando uno straccio di inflazione la si vedeva ancora, ma oggi, oggi che perfino il Vietnam sta sperimentando la deflazione, dopo essere stato per decenni un'economia ad inflazione altissima, questo è un falso, o no? (Qualche anima bella dirà: ma il Venezuela?) *Insomma, cosa stiamo insegnando ai nostri giovani? A che cosa stiamo pensando?*
6. Ma chi ci crede che il problema è l'inflazione troppo bassa? Sì, sono cosciente anche io che la deflazione è un problema, e infatti lo scrivevo già nel 2010, quando era il signor [presidente della bce Trichet che diceva](#) (intervista a quotidiano italiano) che lui non vedeva pericolo di deflazione! Altri dicono che il problema è una [prospettiva sempre più probabile di stagnazione secolare](#) così che l'inflazione bassa è un sintomo della stagnazione secolare che avanza, e non è pompando moneta che la si rialza. Molti tra coloro che credono nell'ipotesi di stagnazione secolare tendono poi a dire che in queste condizioni la politica monetaria espansiva non serve a nulla, e che sarebbe ben ora che i governi tornassero a politiche attive di spesa, per investimenti e infrastrutture in particolare: vedi [De Grauwe](#) (io tendo a condividere questa tesi, come fanno i miei studenti). Altri ancora dicono che il problema è dato dai tassi di interesse negativi che le banche centrali impongono sulle riserve libere delle banche che ne detengono presso di lei. E avanti così.

Da quanto sopra, e molto altro ancora, la necessità di un *post* articolato e complesso'. Dapprima un qualche cenno alle origini della grande svolta del 2007, tanto per rinfrescare le idee (*1. Un breve ripasso di come pensavamo prima della crisi del credito iniziata nel 2007*); poi un altrettanto breve paragrafo sul come siamo arrivati a parlare sempre e soltanto, **sbagliando**, di politiche monetarie espansive (*2. Politiche economiche Usa contro la, e quelle UE a favore della, stagnazione post-2008*); passerei successivamente a discutere di che cosa è una banca centrale senza le proprie armi

¹ Titolava il Financial Times alcuni giorni fa: [Central banks: Negative Thinking](#)

tradizionale, normali, quelle che aveva pre-2007 per intenderci (3. *Banche centrali disarmate*); e infine il tanto discusso problema del giorno: ritirare dalla circolazione le banconote da 500 €, come sembra il presidente della bce abbia annunciato, esplicitamente o quasi, di voler fare per debellare la delinquenza (4. *Banche centrali centri di lotta alla criminalità e nuova politica monetaria*). E se ci trovassimo di fronte ad un 'banale' problema di carenza *secolare* di domanda aggregata (5. *Stagnazione secolare?*), quali strumenti possono essere adottati perché il pil torni a crescere? (6. *E allora?*).

1. Un breve ripasso di come pensavamo prima della crisi del credito iniziata nel 2007

Torniamo a come pensavamo prima del 2007, prima dell'inizio di quella crisi del credito che ha generato lo scenario entro cui si è evoluta la situazione, non poco aiutata dai governi austeri dell'Europa a 28. Quel che insegnavamo era che la nostra è un'economia di mercato. Alcuni insegnavano che il mercato è creatore e signore di tutte le cose, altri (come chi scrive) che il mercato è punto di riferimento essenziale per il funzionamento dell'economia, ma vi sono aree della vita economica in cui esso fallisce (esempio tipico la difesa nazionale, nella produzione della quale nessun imprenditore si avventura se non come fornitore del governo, il quale si fa carico di far pagare il servizio ai difesi residenti mediante il prelievo fiscale). Odiata o amata che fosse, c'era la politica fiscale, dunque, cioè l'insieme delle misure di spesa e prelievo mediante le quali il governo poteva, se così desiderava, intervenire per influenzare la domanda aggregata e così, presumibilmente, l'occupazione. Certo, la spesa pubblica costa, soprattutto quando viene finanziata in disavanzo: un aumento di spesa in disavanzo tendeva a far salire il tasso di interesse interno, si diceva. I credenti dicevano che sarebbe cresciuto molto, perché l'aumento di spesa andava a insistere su un'economia che il mercato aveva già portato alla piena occupazione; sarebbe cresciuto poco, dicevano i Keynesiani, perché l'economia reagisce ad aumenti di domanda prevalentemente aumenti dell'offerta di merci e servizi, non tanto mediante l'aumento dei tassi (e dei prezzi). Non importa: si *discuteva* di politica fiscale, la politica fiscale era uno strumento valutato diversamente dalle diverse scuole di pensiero, ma era uno strumento. Oggi quello strumento non c'è più, neanche se ne parla più: si chiama austerità (cfr. il paragrafo 2).

E poi c'era la politica monetaria, cioè le misure adottate dalla banca centrale per governare la quantità di credito erogato dal settore bancario. Il lavoro della banche centrale era semplice. Essa partiva dall'assioma secondo cui sono le decisioni degli agenti economici che contribuiscono a determinare il rendimento di un'obbligazione: il 'tasso di interesse' in generale, è il 'costo opportunità del detenere liquidità', cioè il costo che il debitore paga al creditore per compensarlo della perdita (presumibilmente temporanea) di liquidità che quest'ultimo subisce proprio perché la dà a prestito. Da un altro punto di vista l'interesse, che assume la forma di cedola, è una forma di garanzia che almeno una parte del capitale verrà rimborsata ad intervalli periodici a partire da subito dopo l'emissione dell'obbligazione, così che il creditore possa vedersi rimborsato in parte ben prima della scadenza del contratto. La liquidità, messa a disposizione dai privati o immessa nel sistema delle banche commerciali dalla banca centrale, veniva 'trasformata' in credito per le imprese e le famiglie. Quando la banca centrale riteneva che la quantità di liquidità del sistema fosse eccessiva, provvedeva a ridurla mediante aumenti del tasso di sconto o operazioni di vendita di attività finanziarie in cambio di liquidità da parte delle banche commerciali; all'opposto, quando riteneva che ve ne fosse poca riduceva il tasso di sconto e/o comperava attività finanziarie dalle banche, accreditando l'equivalente ammontare sul conto corrente che le banche commerciali detenevano presso di lei. Punto.

2. Politiche economiche Usa contro la, e quelle UE a favore della, stagnazione post-2008

Bene. Limpido. Ci credevamo. O meglio, sembrava tanto razionale che eravamo indotti a crederci. Poi viene l'agosto 2007, le banche cessano di darsi a prestito a *qualunque* tasso di interesse, crisi del credito. Le banche centrali allora si sostituiscono al mercato interbancario, e cominciano a fornire liquidità a costi irrisori (rispetto a quelli che il mercato richiede per dare a prestito). Risultato? Economie di mercato sommerse dalla liquidità, i tassi di interesse con cui le banche centrali erano abituate a guidare l'offerta di moneta vanno a zero e diventano quindi armi spuntate, entriamo in *trappola della liquidità*. Cioè? Cioè i tassi di interesse sono talmente bassi, al limite dello zero, che politiche di ulteriore espansione della liquidità non hanno effetto sul mercato del credito. Diciamo, in gergo, che 'il meccanismo di trasmissione della politica monetaria non funziona più'.

E la politica fiscale?²

Nei miei anni di dottorato, a cavallo tra la fine degli anni settanta e la prima metà degli ottanta, impazzava la cosiddetta 'scuola monetarista', o 'liberista', o 'delle aspettative razionali' o, ancora, del 'libero mercato'. Nonostante io fossi in una scuola in cui quelle idee ripugnavano a gran parte dei docenti e a praticamente tutti gli studenti, l'atmosfera la si respirava comunque. E, per venire al punto, si respirava in particolare l'odio profondo per tutto quello che aveva a che fare con la politica fiscale, e l'amore incondizionato per tutto quello che aveva a che fare con la politica monetaria. Questo non deve sorprendere: lo Stato era ed è il nemico principale (assieme al Sindacato) di coloro che hanno fede nel libero mercato.

Questo odio si materializzava anche nei libri di testo nei quali, oltre a modelli matematici e analisi formalmente ineccepibili, si arrivava a denigrare (si, denigrare) le politiche di tassazione e di spesa e a osannare quelle monetarie. Esempi:

1. La **politica fiscale è lenta**, sosteneva il pensiero (quasi) unico del tempo, è lenta perché l'autorizzazione alla spesa deve essere data dal legislatore, e questi spende tempo a discutere, contrattare, limare. E poi, una volta approvata la spesa, occorre fare i bandi di concorso, le aste, avviare i lavori. La politica fiscale è lenta. La politica monetaria invece è veloce, il processo decisionale è ristretto (negli Usa) al Federal Open Market Committee, composto di pochi funzionari tutti competenti, mentre il Congresso è composto di persone di estrazione varia e che, soprattutto, rappresentano interessi diversi.
2. La **politica fiscale, sostenevano, è discriminatoria**, perché usa i proventi dell'imposizione generale per finanziare progetti che beneficiano solo alcuni. La politica monetaria invece genera benefici simmetrici, no? Un taglio del tasso di sconto riduce il costo dell'indebitamento per tutte le imprese allo stesso modo, per tutte le famiglie allo stesso modo, per tutte le aree del paese allo stesso modo. La politica monetaria, si voleva dire, è egualitaria. Incredibile.

Beh, a dispetto delle pensate della scuola dominante, qui sopra riportate brevemente, nel novembre 2008 il G20, riunito a Washington DC, chiede (o impone, non lo sappiamo e non interessa saperlo) al governo cinese una spesa in disavanzo di 576 miliardi dollari a valere sull'anno fiscale 2009 (16,1% del pil cinese); e nel febbraio 2009, poche settimane dopo l'insediamento del Presidente Obama, il Congresso Usa approva un deficit per 757 miliardi di dollari (5,6% del pil Usa), deficit realizzato per

² Riprendo qui ciò che ho scritto tempo fa a proposito della scelta tra politica fiscale e politica monetaria (sperando che nessuno me ne voglia per il 'copia e incolla').

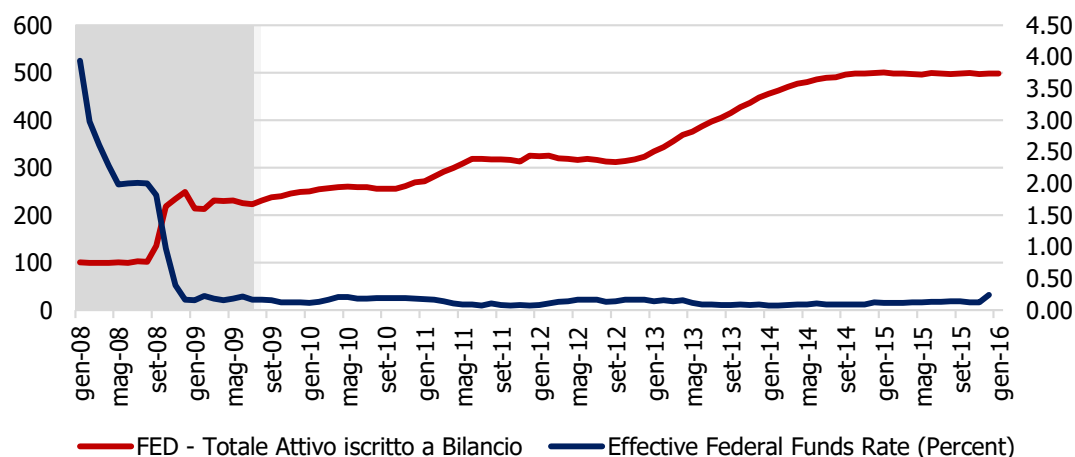
via di sgravi fiscali e maggiori spese. Morale? Spendere non è peccato, detassare non è peccato, deficit grandi non sono peccato! I governi sono in prima linea, anche se effettivamente in leggero ritardo rispetto alle banche centrali. Ma i governi esistono ancora, proprio come pensavamo nel mondo pre-2007.

L'Europa è il posto in cui essi non esistono più (dal punto di vista del controllo anticiclico dell'economia, ovviamente). Passa infatti in Europa la linea dell'austerità: si sostiene che la crisi è dovuta all'eccesso dei debiti pubblici, e si lancia la linea della riduzione dei deficit mediante riduzione della spesa e aumento del prelievo, proprio quando serve invece più spesa e il problema è il debito privato (tanto è vero che da anni le banche sono estremamente restie ad estendere credito a clienti privati già troppo indebitati, ma continuano a comperare obbligazioni governative senza reticenze, come mostrano i tassi negativi sulle stesse!). [Nota divertente se non fosse dolorosa per l'economia e la vita di centinaia di milioni di europei: l'austerità ha portato *aumenti* del debito pubblico, non diminuzioni. Un fatto questo previsto dagli economisti keynesiani e [confermato oggi perfino dal fondo monetario internazionale](#)].

3. Banche centrali disarmate

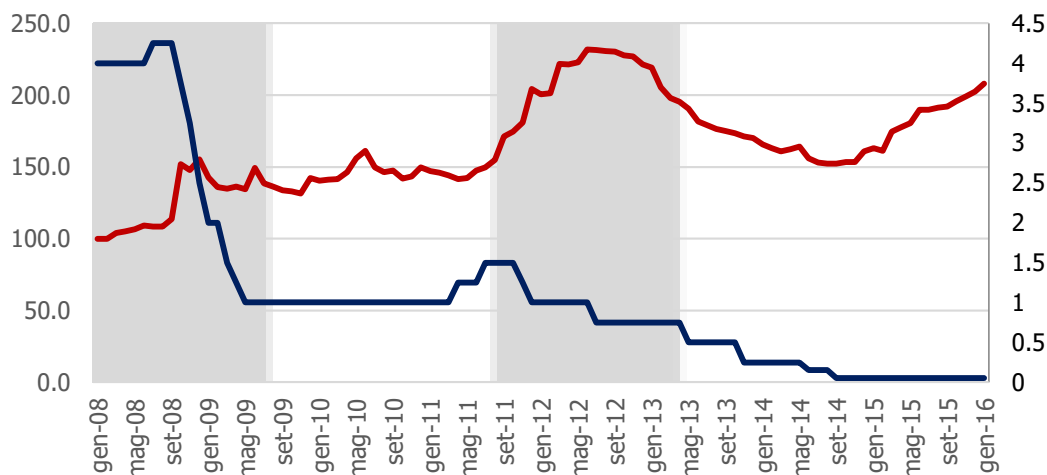
Una banca centrale il cui tasso di sconto, cioè il suo più potente strumento per il controllo dei tassi di mercato sia a zero, è una banca disarmata. Ma, dobbiamo precisare, 'disarmata' nel senso che non ha più a disposizione un'arma che per decenni e decenni aveva considerato tale. Ma sappiamo bene che le armi cambiano nel tempo, no? L'umanità non è forse passata da schegge di pietra usate come punta di freccia o arma da assalto alla bomba atomica? Bene, la banca centrale comincia ad usare l'arcinoto *Quantitative Easing*. Espressione che io traducevo fino a qualche mese fa con 'acquisto diretto della banca centrale di buoni del tesoro venduti dalle banche commerciali', e che oggi, vista l'evoluzione dei tempi e la nuova sofisticatezza dell'operazione, sarebbe più appropriato tradurre con 'acquisto diretto della banca centrale di ogni sorta di pezzo di carta posseduto da chiunque, banca commerciale, assicurazione, banca d'investimento o no'. Scopo ultimo: immettere nel sistema quanta più liquidità possibile, tanto più velocemente possibile.

Figura 1: Effective Federal Fund Rate (asse destro) e crescita del totale delle attività iscritte a bilancio della Federal Reserve (asse sinistro, dati in base 100, gennaio 2008=100), dati mensili, gennaio 2008 – gennaio 2016



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, febbraio 2016; la zona grigia rappresenta i periodi di recessione economica negli USA; la serie del Effective Federal Funds Rate termina a dicembre 2015;

Figura 2: Tasso di sconto (asse destro) e crescita del totale delle attività iscritte a bilancio della Banca Centrale Europea (asse sinistro, dati in base 100, gennaio 2008=100), dati mensili, gennaio 2008 – gennaio 2016



Fonte: European Central Bank; Federal Reserve Bank of St. Louis, febbraio 2016; le zone grigie rappresentano i periodi di recessione economica nell'UEM

4. Banche centrali centri di lotta alla criminalità, e nuova politica monetaria

Una delle ragioni contingenti per cui ho dovuto trascinare il lettore attraverso tutte queste parole è che mi si dice che lunedì 15 febbraio, in Parlamento europeo, [il presidente della bce avrebbe dichiarato](#), tra tante altre cose intelligenti, che la banconota da 500 € va ritirata per via che essa viene usata solo, o prevalentemente, dai criminali. Proposizione interessante e indubbiamente intelligente, la quale mi fa sorgere un quesito: dunque, dalla costituzione dell'istituto bancario europeo nel 1994, dalla entrata in servizio della banca centrale europea nel 1999, dalla immissione in circolazione dell'euro nel 2002, nessuno aveva mai pensato a questa cosa!? Non un bancario, non un funzionario, non un carabiniere, nessuno? *Ma per piacere!* Io non ricordo che il numero di idioti in circolazione in quegli anni fosse tanto maggiore di quello degli equipollenti in circolazione oggi. [Per apprezzare veramente il punto, si fa notare che Lawrence Summers, ha detto sostanzialmente la stessa cosa a proposito del biglietto da 100 Dollari ("[It's time to kill the \\$100 bill](#)").]

Cerchiamo allora di trovare una risposta seria, una risposta cioè da dedurre dai ragionamenti sviluppati sopra. Per punti:

1. I governi europei più di qualunque altro, ma all'interno di una tendenza diffusa, hanno rinunciato al proprio ruolo di stabilizzatore della spesa e stimolatore della domanda aggregata per uscire da questa stagnazione;
2. La bce si trova dunque, più di qualunque altra banca centrale, a dover prendere sulle proprie spalle politiche di stimolo monetario per la reflazione dell'economia (lo chiede il suo statuto);
3. Ma, evidentemente, si tratta di una politica fallimentare: la bce ha cominciato il 21 dicembre 2011 a immettere grandi quantità di liquidità nel sistema bancario, e tutto ciò che abbiamo visto è *deflazione*, cioè esattamente il contrario del loro obiettivo annunciato;
4. La nuova arma, l'arma nucleare, si chiama tassi di interesse negativi sulle riserve libere delle banche commerciali presso la bce;
5. Tassi di interesse negativi sulle riserve libere si tradurranno, e anzi questo sta già succedendo in alcuni paesi extra-UEM, in tassi di interesse negativi pagati dalle banche sui depositi dei

privati;

6. I quali ad ora hanno un solo modo di prevenire questo prelievo forzoso: detenere circolante;
7. Il circolante è la somma di moneta metallica e moneta cartacea in circolazione nell'economia;
8. Insieme ai depositi a vista (=conti correnti) presso le banche commerciali e gli uffici postali, il circolante costituisce un aggregato monetario che chiamiamo M1 (1 perché è l'aggregato più liquido, nel senso che le sue componenti sono accettate senza intoppi come strumenti che soddisfano tutte le funzioni della moneta, ad esempio come mezzi di pagamento e di estinzione di debiti, pubblici e privati);
9. A dicembre 2015 il circolante rappresentava in Area Euro il 16% di tutta M1;
10. Per quel che so, i biglietti da 500 € possono rappresentare grosso modo il 50% di quel 16%, dunque un 8% di M1;
11. Se, facendo finta di crederci, pensiamo che l'obiettivo della bce-*enforcer* sia la criminalità, presumo che tutto il circolante denominato in biglietti da 500 Euro verrebbe dichiarato illegale a partire da qualche momento nel futuro ma che sarà convertito a costo zero, presso le banche commerciali e dopo un tot di tempo presso la banca centrale, o in tagli di denominazione inferiore o, e questa sì sarebbe una bomba, *soltanto dietro deposito su conto corrente bancario!!!*
12. Immaginiamo il caso in cui i detentori di biglietti da 500 € si rechino in banca per chiedere la conversione in biglietti di un taglio che la criminalità disdegna: bene, nessun problema, un biglietto da 500 diventa dieci biglietti da 50, o 25 da 20, o non lo so. Allora, cosa abbiamo risolto? Che i criminali effettueranno i loro pagamenti con valigie grandi di circolante invece che con valigie piccole? Stiamo scherzando, vero?³
13. Immaginiamo ora il caso in cui detentori di biglietti da 500 € si rechino in banca per chiedere la conversione in biglietti di un taglio che la criminalità disdegna, ma stavolta la banca commerciale dice loro: spiacente caro, lei è probabilmente un criminale, ergo il suo 500 deve essere depositato su di un conto corrente.⁴ A questo punto delle due l'una: il criminale in oggetto fa dietro front, va a casa, e si consulta con il suo diretto superiore; oppure si è già consultato con il suo diretto superiore e, essendo la norma stata resa pubblica, sa già che dovrà depositare il 500. Ah, grande problema per la criminalità organizzata!

No, mi spiace, non è per colpire la criminalità che verrebbero ritirate le note da 500 €, no. Se questa fosse la ragione, posso assicurare che già un quarto di secolo fa il problema era molto chiaro a molti, e il problema sarebbe stato risolto alla radice: *non stampando il biglietto*, punto e finita lì. La mia tesi è che un'operazione simile servirebbe però lo scopo di togliere ai detentori di circolante la possibilità di convertire i propri depositi bancari in circolante una volta che le banche commerciali dovessero cominciare a pagare interessi negativi sui depositi e, ovviamente, il titolare del conto trovasse la cosa poco piacevole. Sembra di poter dire che eliminare il circolante equivale a togliere al pubblico questa possibilità: scandaloso? Certamente non dal punto di vista del funzionamento del sistema dei pagamenti tra privati, privati e banche, privati e istituzioni. In fondo, come si è visto, ben poca cosa è l'ammontare del circolante rispetto ad M1.⁵ E allora, per quale ragione farlo se

³ Mica tanto, stiamo scherzando. Questa è argomentazione che perfino il [Financial Times discute!](#)

⁴ A me personalmente questa 'presunzione di criminalità' nei confronti di chi possiede note da 500 qualche preoccupazione la crea. Nessun altro?

⁵ Sorgono, ovviamente, problemi non da poco in paesi in cui il circolante rappresenta ancora il solo strumento di pagamento noto, o accessibile, a parti rilevanti della popolazione, ma questo mi preoccupa relativamente poco. Vi sono esempi in abbondanza di reti telefoniche senza fili messe a disposizione di residenti in aree

l'impatto sul sistema dei pagamenti sarò tutto sommato gestibile, e non è ancora nato il criminale che disdegnerà di usare valige grandi o pagamenti digitali? Scandaloso sì, però, se si tiene conto del fatto che l'eliminazione del circolante consentirebbe alla bce di 'spingere' tassi di interesse negativi in tutti i capillari del sistema, giù giù fino ai conti correnti dei privati, i quali avrebbero di fronte a sé soltanto l'alternativa tra il subire il tasso negativo sul saldo dei propri depositi o, *ed ecco il miracolo nella testa di Draghi, spendere!* Spendere, finalmente, spendere per beni di consumo, durevoli o non; spendere per abitazioni migliori o multiple; spendere, soprattutto, in attività finanziarie, azioni, obbligazioni pubbliche e private, fondi comuni di investimento, alla ricerca di quel rendimento positivo che, forse sarà piccolo e forse talvolta negativo, ma non *certamente* negativo come quello certo sui conti correnti!

Non v'è chi non veda che la banca centrale si assumerebbe, in questo quadro, il ruolo che un tempo era del governo: sarebbe attraverso la regolazione dei tassi anche in territorio negativo che ella potrebbe fare quella politica di stimolo (o di contrazione) dell'attività produttiva (pil e occupazione) che oggi le è preclusa dallo statuto che deve rispettare. E allora, dirà qualcuno? L'importante è che qualcuno dia lo stimolo, no? No, non va bene così. Occorre non dimenticare che Draghi e i membri del suo consiglio direttivo in *bce sono degli impiegati* (nessuna offesa, ovviamente, si continui a leggere), cioè funzionari, cioè persone che non hanno responsabilità politica e non rendono conto ad un corpo elettorale. Personalmente preferisco essere governato da qualcuno che, anche nel caso io non l'abbia votato, lui o il suo partito, sia stato eletto. e che un bel giorno potremo anche mandare a casa. E tu?

Questa è la nuova normalità. Per sfruttare un altro 'copia e incolla': mica pizza e fichi.

5. Una stagnazione secolare?

L'implicazione di portata veramente storica di un'economia senza circolante sarebbe, sembra, che le banche centrali potrebbero adottare politiche monetarie di una nuova generazione, le *NIRP, Negative Interest Rate Policy*. Il ragionamento è quello esposto sopra.

Eppure, nonostante gli stimoli monetari abbiano assunto in questi anni ogni sorta di forma e colori 'non convenzionali', dal 2008 ad oggi non abbiamo visto in nessun paese al mondo, e ovviamente men che meno in Europa, i tassi di crescita cui eravamo abituati fino al 2007: nel 2015 il pil Usa cresce del 2% scarso, quello UE balla nell'indifferenza generale attorno a valori da stagnazione, da un anno almeno la crescita delle cosiddette economie emergenti è in forte rallentamento, e il motore del giocattolo che girava perché Cina e Brasile crescevano sembra in gravi difficoltà. Perché? La spiegazione immediata è quella che alcuni davano già nel 2008-

Il problema quindi è: tutto qui? Si tratta di un 'banale' problema di domanda aggregata, congiunturalmente in diminuzione o in stagnazione simultaneamente in Paesi emergenti e Paesi ad alto reddito pro capite? Perché, se così fosse, la soluzione sarebbe nella domanda: basterebbe stimolare con maggiori deficit pubblici, stile 2008-2009 in Usa e Cina. L'Europa continuerebbe a rimanere fuori dal gioco, rifiutandosi di stimolare e sperando di vivere da parassita sulle espansioni altrui, e dunque raccattando soltanto le briciole di una eventuale ripresa dell'economia mondiale.

disagiate di un paese, come vi sono esempi di diffusione sopra la media di sistemi di pagamento digitali in aree rurali degli Usa.

Oppure esistono cause ancor più preoccupanti della situazione presente, fattori cioè che potrebbero fare pensare che questa stagnazione presente possa essere solo l'inizio, la prima manifestazione, di una *stagnazione secolare*? È possibile, cioè, pensare a cambiamenti strutturali dell'economia tali da aver alterato in maniera importante il modello di produzione e accumulazione della ricchezza cui il ventesimo secolo ci aveva abituato? La mia risposta al quesito è che sì, il meccanismo è cambiato in maniera importante. Il lavoro di alcuni colleghi americani consente di parlare ormai di *stagnazione secolare* in termini non più vagamente ipotetici. Ma di questo vorrei parlare in un prossimo appuntamento. Perché ritengo che, secolare o no, questa stagnazione possa, e dunque vada, aggredita subito.

6. E allora?

Un meccanismo rotto, o zoppicante, va riparato o sostituito. Sempre che, ovviamente, si voglia crescita, occupazione, opportunità per i nostri giovani. Se si aderisce alla scuola di pensiero austera, e queste cose dunque non le si voglia, allora il meccanismo attuale va benissimo. Per capire se e come si possa tornare a crescere a livelli pre-2008 occorre chiedersi a quale leva ci si possa affidare. Io ne conosco solo quattro.

1. La spesa dei consumatori. È una spiegazione generalmente accettata del comportamento dei consumatori che essi spendono sulla base del proprio reddito disponibile e delle aspettative che hanno sul futuro in termini di probabilità di mantenere, o aumentare, quel reddito. Tutto ci dice che in un quadro di bassa crescita i consumatori tendono ad aumentare la quota del loro reddito disponibile che accantonano per esigenze eventuali future. Da essi, in altre parole, non ci si può aspettare la riscossa contro la stagnazione almeno fino a quando non avvenga qualcosa di storicamente rilevante che faccia loro cambiare le proprie aspettative di un futuro grigio a bassa crescita. Che poi la popolazione invecchi in tutti i paesi ad alto reddito pro capite non aiuta certo a prevedere un aumento di spesa per consumi, durevoli o meno, o per abitazioni: gli anziani non spendono, non tanto quanto i giovani. Manca dunque, rispetto agli anni pre-2007, la domanda dei consumatori.
2. La spesa delle imprese. Pensare che le imprese investano quando i tassi di interesse sono bassi è errato. Ovviamente alcune di esse, in particolare le piccole e le artigianali, preferiscono aspettare a finanziarsi quando i tassi sono bassi, ma il motivo principale per cui l'investimento viene attivato è l'aspettativa che la domanda per le merci di propria produzione riprenderà, se non immediatamente, in tempi prevedibili. E di questo non c'è segnale da anni. E infatti le imprese non investono. Da anni.
3. La domanda netta dall'estero. Si è argomentato sopra che questa difficilmente può essere il motore della ripresa, e i dati sulla contrazione degli scambi internazionali negli ultimi due anni confermano drammaticamente questa ipotesi.
4. La spesa pubblica. E anche questa componente della domanda aggregata manca oggi: manca completamente in Europa, che anzi ha operato una scelta decisamente recessiva; ma manca un po' dovunque nel mondo. Eppure è proprio la spesa pubblica finanziata in disavanzo che potrebbe attivare sia la domanda aggiuntiva che le aspettative di un futuro migliore per l'occupazione, i consumi, gli investimenti, le esportazioni. E in assenza di questo tipo di stimolo, coordinato e di necessità imponente perché imponente è il danno che verrà da una stagnazione non sottomessa per tempo, potremmo veramente vedere diventare secolare una stagnazione che sarebbe stato possibile evitare.

Indicazioni bibliografiche essenziali

Blyth, M. (2015). *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. Oxford: Oxford University Press.

Summers, L. H. (2016, March-April). The Age of Secular Stagnation. What it is and what to do about it. *Foreign Affairs*.

Turner, A. (2016). *Between Debt and The Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*. Princeton: Princeton University Press.

VoxEu.Org. (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. (C. Teulings, & R. Baldwin, Eds.) London: Centre For Economic Policy Research (CEPR) Press.