

<https://www.ilsole24ore.com/art/perche-idea-dell-helicopter-money-e-sempre-meno-estrema-ACaSvXk>

Il Sole **24 ORE**

16 settembre 2019

ANALISI

PERCHÉ L'IDEA DELL'«HELICOPTER MONEY» È SEMPRE MENO ESTREMA

di Marcello Minenna

Moneta al popolo: direttamente dalle rotative della banca centrale, e senza nessuna contropartita. L'idea della “moneta dagli elicotteri” come estrema misura di stimolo all'economia torna nuovamente nel dibattito internazionale. Nulla di nuovo: succede periodicamente da 70 anni a ogni svolta negativa del ciclo economico.

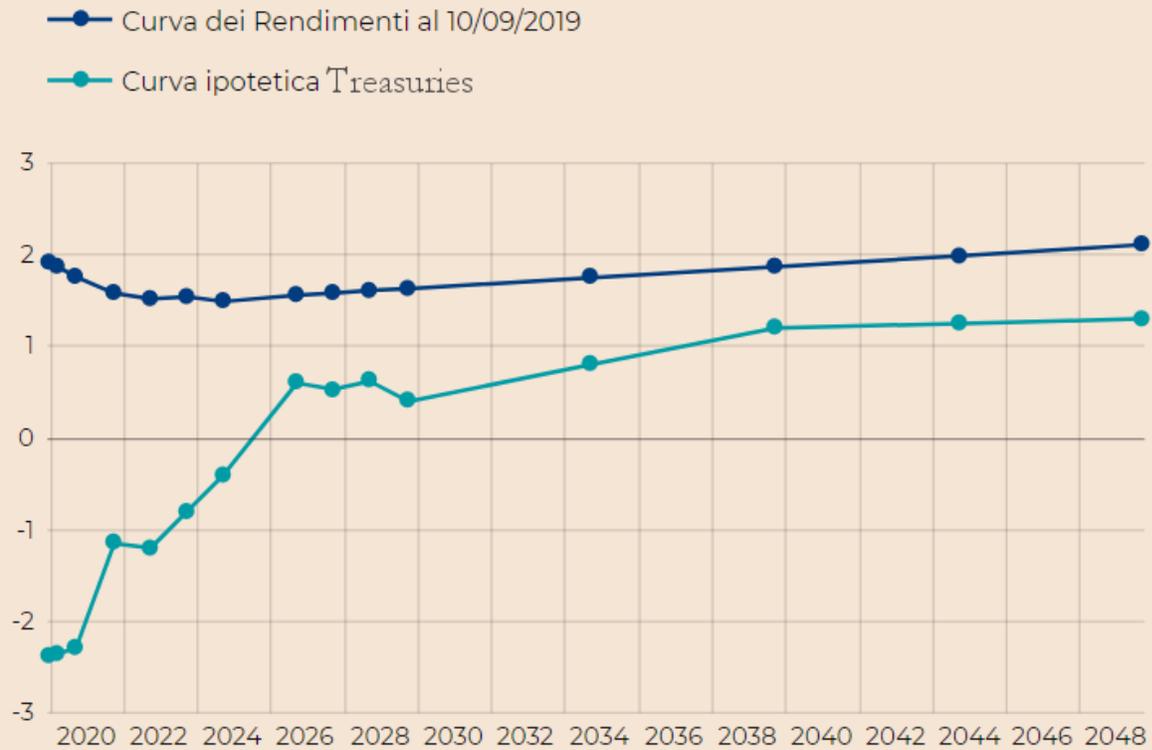
L'ultima volta è accaduto durante la breve deflazione del 2015-2016, quando la caduta del prezzo del petrolio e delle materie prima frenava l'efficacia delle misure di allentamento monetario dispiegate dai banchieri centrali. In quel caso fu Ben Bernanke, l'ex Presidente della Federal Reserve, a rilanciare la proposta di un trasferimento diretto di potere d'acquisto nelle mani dei consumatori al fine di riportare l'inflazione stabilmente al livello-obiettivo.

La caduta dei tassi di interesse nel corso degli ultimi mesi per via del peggioramento drastico della congiuntura internazionale e nuove aspettative di espansione monetaria hanno creato di nuovo il contesto ideale per tornare a discutere di finanziamento monetario ai consumi. La circostanza degna di nota è che il dibattito non avviene più nei circoli inoffensivi dell'accademia radicale, ma direttamente tra ex-vertici delle principali istituzioni monetarie globali. Recentemente Stanley Fischer (già vice-direttore FED), Jean Boivin (nel board della Bank of Canada) e Philipp Hildebrand (ex-presidente della banca centrale svizzera) hanno pubblicato una proposta di espansione monetaria con effetti fiscali che prevede l'utilizzo di un Fondo fiscale di emergenza finanziato dalla banca centrale, esclusivamente finalizzato al raggiungimento degli obiettivi di inflazione. Nel loro framework, l'espansione fiscale terminerebbe automaticamente con la chiusura del Fondo a seguito della stabilizzazione dell'inflazione intorno al 2%, indipendentemente dalle modalità di utilizzo delle risorse.

Ci sono delle valide ragioni per considerare l'attuale interesse per l'helicopter money più seriamente del solito. Gli spazi di manovra della politica monetaria convenzionale nella prospettiva di combattere una recessione seria sono effettivamente ridottissimi. Nel corso delle ultime 5 recessioni globali negli USA i tassi di rendimento dei Treasuries sono scesi mediamente di 200 punti base nel breve termine e 80 nel lungo (cfr. Figura 1); in Germania il calo è stato meno marcato (110 punti nel breve, 40 sul lungo, cfr. Figura 2), ma comunque assai rilevante dato che si partiva da livelli più bassi. Considerato il livello attuale di partenza delle strutture a termine dei tassi di interesse, questo implicherebbe che una risposta con strumenti standard delle banche centrali ad una recessione di una gravità media dovrebbe spingere - teoricamente - i tassi a breve sotto il -2% sia negli USA che nell'Eurozona, mentre tutta la curva dei rendimenti tedesca verrebbe spinta ampiamente sotto lo zero.

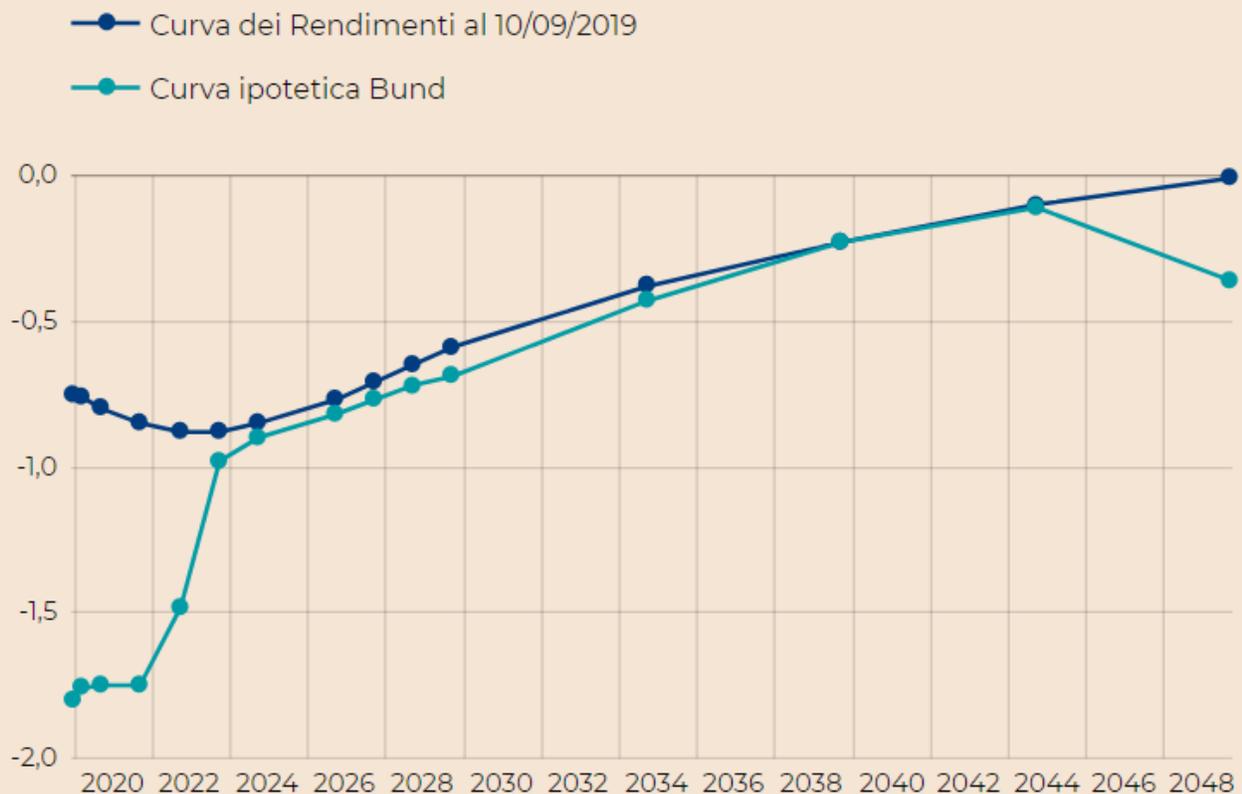
TITOLI GOVERNATIVI USA

Struttura a termine attuale ed ipotetica al termine della recessione. (Fonte: Refinitiv Datastream)



TITOLI GOVERNATIVI TEDESCHI

Struttura a termine attuale ed ipotetica al termine della recessione. (Fonte: Refinitiv Datastream)



Sebbene il livello massimo di tassi di interesse negativi sopportabile dal sistema bancario non sia stato ancora raggiunto, è inverosimile che la soglia del -2% possa essere mai avvicinata. Non è una questione di semplice profittabilità: qualsiasi intervento che renda negativi i rendimenti sui depositi a vista provocherebbe una crescita dell'utilizzo del contante da parte dei cittadini per fini di mera preservazione del capitale, una condizione incompatibile con la

stabilità di qualunque sistema bancario.

Allo stesso tempo, gli strumenti di politica non convenzionale sdoganati dall'esperienza della recente crisi (Quantitative Easing, T-LTRO), sebbene utili a stabilizzare il sistema finanziario, hanno fallito nel riportare il tasso d'inflazione sul sentiero stabile del 2% di crescita in tutte le aree valutarie dove sono stati implementati. È irrealistico pensare che un nuovo round di acquisti di entità inferiore possa ottenere esiti diversi, anche se il pool degli asset acquistabili dalla banca centrale fosse esteso ai bond bancari o a fondi di investimento azionari, come insegna l'esperienza della Bank of Japan.

Un trasferimento di risorse monetarie ai cittadini avrebbe d'altro canto il pregio di stimolare la domanda e dunque i consumi nella maniera più diretta possibile, con effetti indiscutibili sul tasso di inflazione.

Un altro elemento innovativo che ha modificato il quadro attuale è la maturazione delle tecnologie fintech e di distributed ledger che rende tecnicamente fattibile un rapporto diretto tra banca centrale e cittadini attraverso l'utilizzo di moneta elettronica, in maniera tale da bypassare sia il sistema bancario che l'intermediazione governativa. Come ho descritto recentemente qui sul Sole24Ore a supporto di una mia proposta, le ricerche delle istituzioni monetarie in questa prospettiva sono piuttosto avanzate e la valuta digitale di banca centrale potrebbe giocare un ruolo di primaria importanza nella gestione di uno stimolo monetario ai consumi.

Obiezioni di natura ideologica sul valore della moneta o problemi di natura tecnica hanno meno peso nel dibattito attuale. Le recenti proposte di helicopter money si concentrano invece su come preservare l'autonomia della banca centrale e sulle strategie di sganciamento dallo stimolo monetario una

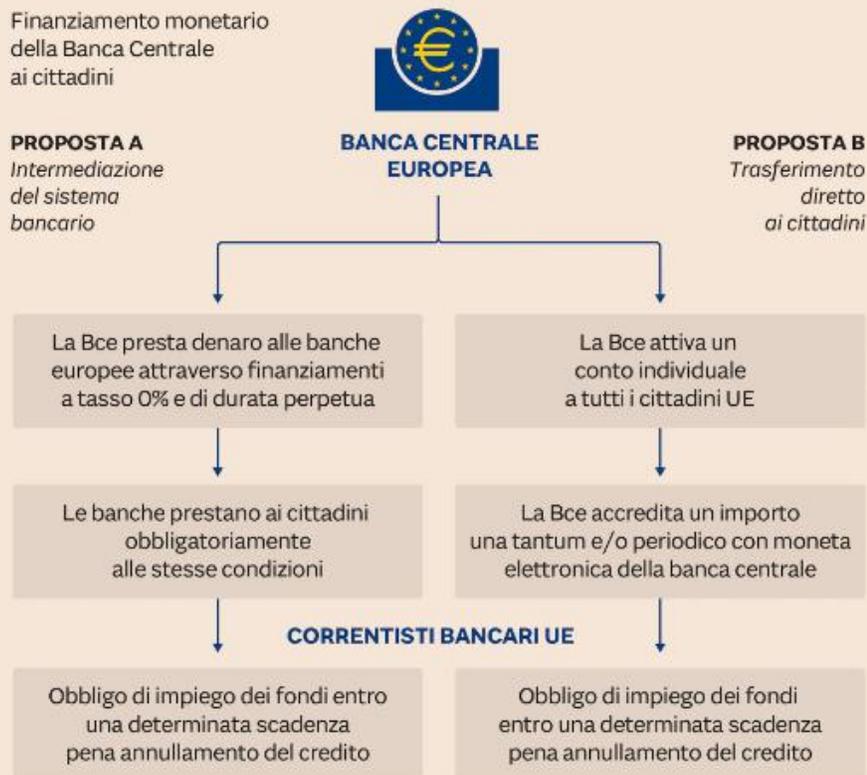
volta raggiunto l'obiettivo di inflazione. Si tratta di questioni non di poco conto, dato che in passato la creazione di base monetaria è stata utilizzata principalmente per il finanziamento monetario del deficit governativo. Storicamente in alcuni casi (vedi la situazione di Argentina e Venezuela) il tasso di inflazione è finito rapidamente fuori controllo generando episodi di iperinflazione, mentre in altri – come ad esempio il Giappone degli anni '30 – ha sostenuto la ripresa di produzione ed occupazione dopo la Grande Depressione.

Il ventaglio delle soluzioni sul piatto oggi prevede che l'influenza governativa sia o completamente evitata o rigidamente regolamentata all'interno di una cornice predefinita; nell'ipotesi di Bernanke il governo manterrebbe la possibilità di controllare le destinazioni di spesa, ma non deciderebbe né gli importi né i tempi di accesso che sarebbero determinati esclusivamente in funzione dell'obiettivo di inflazione, rispettando nel caso della BCE in maniera rigida il mono-mandato di stabilità monetaria.

Al fine di massimizzare l'efficacia dello stimolo monetario sarebbe necessario impedire la tesaurizzazione delle risorse, cancellando un eventuale accredito elettronico quando non speso entro una determinata scadenza e ripartendo le somme erogate in piccoli importi periodici. Moritz Kraemer del Financial Times ipotizza un programma di 36 mesi che trasferisca 200€ mensili ad ogni cittadino europeo (circa 900 miliardi di € totali, il 35% degli acquisti del QE) se il tasso di inflazione scenda sotto l'1%, riducendo gradualmente le somme fino a 0 € con il raggiungimento della soglia del 2%. Questo intervento potrebbe innalzare temporaneamente il reddito mediano del consumatore europeo del 6% ed il PIL dell'1% annuo, con un ritorno dell'inflazione al 2% entro 6 mesi dalla fine del programma.

Data per acquisita la volontà politica di procedere, il divieto di finanziamento monetario sancito nell'articolo 123 del Trattato di Lisbona potrebbe essere aggirato, anche con un approccio più tradizionale che coinvolga il sistema bancario. Secondo il piano elaborato dall'economista Lonergan (cfr. Figura 3), la BCE potrebbe varare una T-LTRO (Targeted Long Term Refinancing Loans) a durata perpetua ed a tasso 0%, con l'obbligo di estendere i prestiti ricevuti ad ogni correntista che ne faccia richiesta alle medesime condizioni, al netto di una piccola commissione che copra i costi operativi. Sebbene tecnicamente simile ad un Quantitative Easing per il bilancio della banca centrale (i prestiti perpetui sarebbero contabilizzati tra gli asset della BCE), il prestito sarebbe percepito come un introito netto dal correntista e dunque utilizzato per il consumo.

LE PROPOSTE



La controindicazione più rilevante ad uno stimolo monetario al consumo è connessa con la sua natura temporanea. A fronte di fattori strutturali e demografici che spingono verso la deflazione, l'effetto dell'incremento di reddito disponibile sul tasso di inflazione potrebbe essere rilevante, ma di breve durata. Alla chiusura del programma le aspettative di inflazione degli operatori tenderebbero rapidamente verso il basso mentre l'effetto psicologico di una riduzione del reddito nominale potrebbe provocare degli effetti recessivi pesanti sulla propensione al consumo dei cittadini. Questo renderebbe automaticamente necessario, stante la caduta dell'inflazione, un nuovo stimolo magari più incisivo.

I trasferimenti monetari in sostanza darebbero dipendenza e sarebbero progressivamente meno efficaci.

Le massime autorità monetarie comunque oggi ne discutono, a differenza di qualche anno fa. Anche se, ad onore del vero, occorre sottolineare come il dibattito si muova – ampiamente – nell'ambito di una cornice ortodossa liberista che esclude qualsiasi forma di finanziamento monetario del deficit governativo e di cooperazione tra banca centrali e governi. Insomma, pensare di stampare denaro dal nulla non è più così eretico per la finanza globale, ma l'importante è che le rotative di stampa siano tenute ben lontano – in ogni caso – dalle mani della politica.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna