

Premessa

Lo studio risente del fatto che la crisi economica gravissima indotta dal corona Virus non era nemmeno all'orizzonte e le valutazioni macroeconomiche presenti nel testo riguardano le crisi normali e non il blocco delle attività economiche per decisione politica inteso a salvaguardare la nostra salute. Ho inserito alcuni elementi per avvicinare il testo ai problemi nuovi che la crisi attuale pone.

Occorrerebbe inoltre aggiornarlo con la relazione della BI del 2019, ma sarà pubblicata soltanto a fine maggio, ma anche il testo della BI risulterà non pienamente adeguato alla situazione presente, del tutto inedita rispetto al passato.

L'esigenza di soccorrere famiglie e imprese colpite dalla crisi richiede impegni finanziari pubblici rilevanti, siamo già nell'ordine di 80 mld di euro.

E' un impatto che potrebbe essere devastante per la finanza pubblica, già si prevedono una caduta del Pil del 9-10% e un debito pubblico che raggiungerà il 150-160% del Pil, percentuali impensabili fino a pochi mesi fa.

E' un indebitamento così alto che potrebbe esporre il nostro paese anche a possibili attacchi speculativi dopo la fase di emergenza sanitaria e di sostegno della BCE.

E' una crisi straordinaria che ha bisogno di risposte straordinarie, ma risposte fattibili che non richiedono modifiche dei trattati europei, difficili da ottenere per l'assetto istituzionale basato sull'unanimità dei paesi aderenti all'Unione.

E' possibile uscire dalla crisi senza l'aumento del debito pubblico e senza l'aumento della pressione fiscale sui cittadini. Quella che segue è una proposta possibile.

L'imposta sul patrimonio da emissione monetaria della Banca d'Italia

L'idea nasce dallo studio delle relazioni che la Banca d'Italia pubblica entro il 31 maggio di ogni anno sulla sua attività istituzionale.

Le relazioni della BI prese in esame riguardano gli anni dal 2007 al 2018, comprendono tutta l'attività della BI da quando è cominciata la crisi dei subprimes negli Usa e che velocemente si è diffusa in Europa. L'Italia ne ha risentito più di altri paesi europei.

I risultati della politica monetaria

La politica monetaria espansiva della BCE ha contribuito a superare nel 2018 la fase recessiva e a uscire dalla deflazione, ma è indubbio che le economie di quasi tutti i paesi Ue, in particolare dell'Italia, sono ancora nel 2019 in una fase stagnante.

Il fiume di liquidità, erogato dalle banche centrali alle banche attraverso le operazioni di rifinanziamento e di acquisto di titoli pubblici, si è tradotto solo marginalmente in prestiti bancari verso le imprese, sia per la scarsa propensione all'investimento delle stesse imprese che in una fase stagnante non vedono prospettive di aumenti del fatturato, sia per la necessità delle banche di garantirsi il ritorno dei prestiti con maggiori garanzie.

Il grosso della liquidità fornita alle banche è risultata in eccesso così come è riconosciuto dalla stessa BI nelle sue relazioni annuali e come si può osservare anche dal suo ultimo bilancio.

Infatti, nel 2018 a fronte di finanziamenti di medio lungo termine di 238,934 mld di euro, vi sono ca. 65 mld di euro di disponibilità delle banche giacenti presso la BI ([nota 1](#)).

A questa liquidità non utilizzata le banche hanno aggiunto anche quella, ancora maggiore, derivante dal Quantitative Easing (QE). Una parte consistente dell'eccesso di liquidità è stata investita dalle banche in operazioni di acquisto di titoli esteri a rendimenti maggiori rispetto ai titoli pubblici italiani ceduti alla BI con il QE.

Queste operazioni sono contabilizzate attraverso il sistema dei pagamenti con "moneta di banca centrale" (Mbc) del Target 2 e si ritrovano nel passivo del bilancio della BI nel conto "Passività nell'ambito dell'Eurosistema" che nel 2018 ha raggiunto l'enorme cifra di 480,5 mld di euro.

La Mbc è la moneta contabile, virtuale, emessa dalle banche centrali dell'area euro che si affianca a quella reale costituita dalle banconote (nota 2).

Le operazioni di politica monetaria hanno certamente migliorato la situazione economica delle banche gravate dalle insolvenze dei prestiti concessi, che normalmente aumentano nei periodi di crisi e di stagnazione, ma hanno avuto anche l'effetto di far crescere gli altri valori finanziari per l'incremento della loro domanda da parte degli investitori finanziari, domanda che prima era diretta verso gli acquisti dei titoli pubblici italiani e degli altri Stati dell'area euro.

Per quest'effetto il QE, è stato definito FQE. (Financial quantitative easing).

Il rifluire della liquidità, in eccesso nel circuito finanziario e molto poco nell'economia reale, spiega anche l'insufficiente livello dell'inflazione, che è rimasto sempre ben al di sotto del 2%, mentre la BCE ritiene ottimale l'obiettivo di una inflazione che si avvicini al 2%.

In questo sotto equilibrio economico solo l'iniziativa pubblica, sganciata com'è dalle logiche imprenditoriali di ritorno economico degli investimenti, può facilitare il superamento della crisi economica attraverso una sostenuta politica di investimenti pubblici.

E' l'indicazione keynesiana del deficit spending che però trova il suo limite nell'alto livello del debito pubblico, così come si ha purtroppo in molti paesi, Italia compresa.

I finanziamenti di medio-lungo termine e gli acquisti di titoli pubblici da parte delle Banche centrali attraverso il QE (insieme raggiungono la somma di 631,9 mld di euro nel 2018) hanno prodotto anche un altro effetto, cui non si dà alcun rilievo, che interessa direttamente le banche centrali, non solo quelle europee.

Si tratta dell'aumento della dimensione di bilancio (il totale degli attivi delle banche centrali) che per la BI è chiaramente documentato dai suoi bilanci dal 2007 al 2018.

Infatti, la dimensione di bilancio ai valori contabili (nota 3) della BI nel 2007, l'anno in cui è cominciata la crisi, era di 244,4 mld di euro, pari al 15,18% del Pil a prezzi correnti dello stesso anno, mentre nel 2018 ha raggiunto l'importo enorme di 967,8 mld, pari al 55,1% del Pil dello stesso anno. Nello stesso periodo il debito pubblico italiano è passato da 1.667,4 del 2007 a 2.317 del 2018, in percentuale sul Pil negli stessi anni dal 103,6% al 132,1%.

Anche negli altri paesi avanzati si sono avuti gli stessi andamenti degli attivi delle banche centrali e dei debiti pubblici di molti Stati, lo stesso è accaduto in Giappone in modo ancora più accentuato. Con la crisi indotta dal corona virus queste tendenze saranno fortemente accentuate.

Il paradosso monetario

Queste contrapposte dinamiche delle dimensioni di bilancio delle banche centrali e dei debiti pubblici degli Stati hanno messo in evidenza quello che ho definito: il "paradosso monetario".

Le banche centrali europee, ma anche quelle dei paesi più avanzati, hanno prodotto risultati modesti nella crescita dell'economia reale, mentre i loro attivi sono cresciuti a dismisura; nello stesso tempo gli Stati hanno visto crescere di molto, non le loro economie, ma i loro debiti (nota 4).

Il patrimonio effettivo delle banche centrali

Nel bilancio delle aziende alle attività si contrappongono le passività e i conti patrimoniali. Per la particolare funzione che hanno le banche centrali, il loro patrimonio non è dato solo dal capitale sociale e dalle riserve come accade in tutte le altre aziende, ma anche da altri conti che la stessa BI considera patrimoniali, cioè il conto di rivalutazione e il fondo rischi generali. Inoltre il loro patrimonio è rappresentato anche da altre voci molto consistenti presenti tra le passività, che non rappresentano debiti. Questi valori sono relativi alle emissioni monetarie e insieme possono essere definiti “**patrimonio da emissione monetaria**”.

Nei bilancio della BI e delle banche centrali europee i valori monetari reali sono rappresentati dal conto “banconote in circolazione” con l’aggiunta del c/ “debiti per allocazione di banconote” o al netto del c/ “crediti per allocazione di banconote” e per i valori monetari virtuali dal conto “passività nell’ambito dell’eurosistema” (il Target 2).

In cifre assolute il patrimonio effettivo della BI è passato da 136,6 mld di euro del 2007 a 761,7 mld del 2018 (nota 5).

Il reddito da emissione monetaria

La creazione di valori monetari si può definire “reddito da emissione monetaria” perché nasce nel momento dell’emissione delle banconote e della moneta virtuale ed è riferito ai valori monetari creati in un anno (nota 6). L’espressione reddito da emissione monetaria è utile anche per distinguerlo dal “reddito monetario” di cui all’art. 32 dello statuto SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali) allegato ai trattati EU che, invece, è dato dai redditi derivanti dagli attivi delle banche centrali ottenuti con l’utilizzo dei valori monetari creati.

La creazione di valori monetari avrebbe dovuto comportare un aumento del reddito soggetto ad imposte, ma vi sono norme fiscali in deroga alle normali regole contabili che consentono di evitarle, come meglio si chiarirà in seguito negli esempi di riparto degli utili con le norme in deroga e con quelle che seguono le normali regole contabili.

Verso una proposta alternativa per uscire dalle crisi economiche

L’insieme degli effetti di politica monetaria, modesti nell’economia reale e notevoli per quella finanziaria, compreso l’eccesso di liquidità negli istituti di credito, ha indotto alcuni economisti ha proporre vie per uscire dalle crisi economiche che bypassassero le banche.

C’è un’ampia pubblicistica su questo tema e le proposte sono diversissime.

L’ultima è stata la trovata dei mini bot, ma era un modo per creare surrettiziamente una moneta, funzione che invece i trattati europei riservano esclusivamente alla SEBC; è stata un’idea quasi immediatamente archiviata.

La via maestra per ridurre il paradosso monetario, anche se limitata alle sole banconote, sarebbe quella di intervenire sui trattati europei e precisamente sull’art. 128 del Trattato per il Funzionamento dell’Unione Europea (TFUE) (nota 7).

La prima parte del 1° comma dell’art.128 dà alla BCE il diritto esclusivo di autorizzare l’emissione di banconote in euro all’interno dell’Unione, la seconda parte dà la possibilità alla Banca centrale europea e le banche centrali nazionali di emettere banconote in euro.

La prima parte dà alla BCE una delle funzioni di controllo della massa monetaria, finalizzata a mantenere la stabilità dei prezzi (è la funzione principale della BCE indicata dai trattati), mentre con la seconda parte l’emissione della banconote consente alla BCE e alle banche centrali di impossessarsi dei valori monetari creati.

E' necessario che il potere di decidere la quantità di moneta in circolazione rimanga alla BCE, perché gli Stati avendo la tendenza ai deficit di bilancio (le spese a favore dei cittadini sono molto popolari e portano consenso, mentre le entrate da tasse sono molto impopolari e fanno perdere consensi), produrrebbero inflazione se non iperinflazione, come purtroppo è avvenuto in passato. Al contrario, *il potere di emettere moneta attribuito dai trattati europei alla BCE e alle banche centrali, non è tecnicamente necessario*: è un potere che può essere attribuito agli Stati.

Infatti, l'art. 128 comma 2 consente agli Stati di "coniare monete metalliche con l'approvazione della BCE" e se possono coniare monete metalliche potrebbero anche emettere banconote.

Questo significherebbe che la creazione di valori monetari non produrrebbe inflazione, perché il loro volume è deciso dalla BCE in funzione della stabilità dei prezzi e nello stesso tempo gli Stati potrebbero intervenire sulle crisi senza indebitarsi.

Il problema è che cambiare i trattati richiederebbe il consenso unanime degli Stati aderenti all'area euro e, prima ancora, richiederebbe un cambiamento culturale su pratiche monetarie che si sono sedimentate nei secoli e difficili da realizzare anche in un singolo Stato, per cui quella che ho indicato come la via maestra è ardua da percorrere e per ora preclusa.

L'intervento è invece possibile in un singolo Stato a condizione di trovare una soluzione che non richieda di modificare i trattati europei.

Credo che la proposta che ho elaborato e che la sen. Blundo ha trasformato e integrato in un disegno di legge verso la fine della passata legislatura e che ora ho aggiornato, consente di risolvere questa difficoltà, perché interviene nella materia fiscale.

Infatti, in base ai trattati europei la politica monetaria è materia *esclusiva* del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), mentre quella fiscale è materia *esclusiva* degli Stati; la proposta è pertanto compatibile con i trattati UE e non ne richiede la modifica.

Tuttavia, quando si tenta di agire sul terreno fiscale, fa da ostacolo l'attuale normativa speciale in deroga alle normali regole contabili (**nota 8**) che consente alle banche centrali di non portare a reddito i valori monetari emessi.

Per comprendere appieno gli effetti ai fini tributari di queste norme in deroga è utile porre a confronto il riparto dell'utile della BI: **(a)** con le norme in deroga così come risulta dalla relazione al bilancio 2018; **(b)** con le normali regole contabili che considera reddito anche i valori monetari creati nell'esercizio della funzione istituzionale della BI.

Confronto del riparto dell'utile con le norme in deroga e in loro assenza

(a) Riparto dell'utile con le norme in deroga

Utile lordo per l'anno 2018	€ 7,395	mdl
imposte sul reddito e sulle attività produttive	€ -1,155	"
Utile netto	€ 6,240	"

Riparto dell'utile netto *:

– alla riserva ordinaria	€ 0,150
– ai partecipanti dividendo	€ 0,340
– alla posta speciale per la stabilizzazione dei dividendi	€ 0,040
– allo Stato, il residuo	€ 5,710
Totale	€ 6,240

Totale complessivo delle imposte dell'anno 2018 è stato di €1,155+5,710 = € 6.865

* Per statuto della BI le riserve e i dividendi sono calcolati come percentuale del Capitale Sociale:

la riserva ordinaria è del 2% e i dividendi tendono a rimanere gli stessi nei diversi anni a prescindere dall'ammontare dell'utile da ripartire (si tratta di importi molto contenuti rispetto all'ammontare dell'utile da ripartire).

(b) Riparto dell'utile con le normali regole contabili

Per il riparto dell'utile secondo le normali regole contabili occorre prima calcolare il reddito da emissione monetaria da aggiungere all'utile precedente.

La creazione di valori monetari nel 2018 rispetto al 2017 è data dagli **incrementi** dei conti:

“Banconote in circolazione”	€ 9,721 mld
“Crediti per allocazione delle banconote”	€ - <u>6,166</u> “
Incremento netto delle banconote in circolazione	€ 3,555 “
“Passività nell'ambito dell'Eurosistema” (Target 2)	€ <u>42,934</u> “
Reddito monetario	€ 46,489 “
Utile lordo del 2018 come da bilancio	€ <u>7,395</u> “
- Utile lordo con le normali regole contabili	€ 53,884 “
- imposte sul reddito e sulle attività produttive *	€ - <u>8,417</u> “
Utile netto da ripartire	€ 45,467 “
- a Riserva ordinaria (2% del cap. sociale)	€ 0,150
- a Dividendi e Fondo stabilizzazione dividendi	€ 0,380
- allo Stato la somma residua	€ <u>44,937</u>
Totale	€ 45,467

Totale complessivo delle imposte: € 8,417+ 44,937 = € 53,354, pari al 99% dell'utile lordo calcolato con le normali regole contabili.

* Trascurando le norme di queste imposte, le ho ipotizzate in rapporto proporzionale al utile lordo da ripartire utilizzando i dati dell'ipotesi (a). D'altra parte un loro importo diverso avrebbe modificato la somma residua dell'utile a favore dello Stato, ma non il totale delle imposte riscosse prima e dopo il riparto dell'utile.

Come si può osservare dal confronto tra i due esempi si passa da € 6,865 mld a 53,354.

Con le normali regole contabili e sulla base delle attuali norme statutarie il reddito da emissione monetaria si sarebbe trasformato quasi integralmente in entrate fiscali dello Stato.

Le disponibilità per la finanziaria dello scorso anno sarebbero state maggiori e adeguate a dare una forte spinta alla crescita economica; sarebbero state interamente coperte da entrate fiscali senza la necessità di aumentare il debito pubblico e senza la necessità di trattare la flessibilità con l'Ue.

Anche con un moltiplicatore pari a uno nel rapporto tra queste risorse immesse nel sistema economico e crescita, l'aumento del Pil avrebbe raggiunto il 3%.

Le risorse recuperabili dallo Stato

Le norme in deroga hanno consentito alle banche centrali di accumulare nel tempo i redditi annuali da emissione monetaria che sono diventati pertanto un loro patrimonio.

Data la sua origine, l'ho definito “patrimonio da emissione monetaria” e, pertanto, l'imposta non può riguardare il reddito da emissione monetaria prodotto nell'anno, ma il patrimonio che è derivato dal suo accumulo nel corso degli anni.

Il valore accumulato fino al 2018 è rappresentato in bilancio dal conto “banconote in circolazione” (€ 198,089 mld) al netto del conto rettificativo “crediti per allocazione di banconote” (€ 44,850 mld) e dal conto “passività nell'ambito dell'eurosistema” (€ 480,539 mld), per un totale di 633,778 mld di euro (destinato a crescere di molto nel 2020 per il nuovo QE).

Con l'imposta che si propone e per le particolari regole statutarie lo Stato potrebbe gradualmente recuperare una parte del patrimonio da emissione monetaria e costituire quello che ho definito il “**fondo di rotazione anticrisi**”,

Lo Stato dovrebbe costituire il fondo finalizzandolo esclusivamente alla risoluzioni delle crisi economiche e definirne l'entità in modo che esso sia adeguato a risolvere le crisi economiche, compresa quest'ultima causata dalla pandemia da corona virus.

Nell'ipotesi di un recupero in due, tre anni di 300 - 400 mld di euro, (mi sembra un livello di risorse più che adeguato ad affrontare qualsiasi crisi, compresa quella attuale) la BI vedrebbe ridotta la propria dimensione di bilancio del 2018 a 667,8 - 567,8 mld di euro, intorno al 35% del Pil 2018, circa 7 volte quello della Fed prima della crisi iniziata nel 2007, cioè in un periodo caratterizzato da un normale sviluppo economico (nelle situazioni di crisi, come si è osservato, la dimensione di bilancio delle banche centrali tende a crescere).

E' una riduzione che porta a una dimensione di bilancio più che sufficiente a garantire il funzionamento ottimale della BI. anche se la BCE dovesse passare a una politica monetaria restrittiva.

Nel 2013/2014 è prevalsa nel consiglio di amministrazione della BCE la politica di rigore proposta dalla Germania che ha ridotto gli attivi delle banche centrali aderenti all'area euro.

La dimensione del bilancio della Banca d'Italia è passata da 610 mld del 2012 a 554,6 del 2013 e a 530,6 nel 2014 con una riduzione complessiva rispetto al 2012 di 79,4 mld di euro.

E' un'ipotesi che in questa crisi economica innescata dal Corona virus è da escludere, infatti la BCE ha rilanciato un QE ancora più grande di quello di Draghi (nota 9). La riduzione della dimensione di bilancio prodotta dall'imposta che si propone ha come effetto principale un grande recupero fiscale, ma anche altri effetti che occorre tener presente che si riflettono sul bilancio della BI (nota 10).

Il Q.E. varato dalla BCE in occasione della crisi del Covid 19

Conclusioni

L'alto debito pubblico e l'impegno finanziario richiesto allo Stato da questa crisi senza precedenti, richiede risposte straordinarie, che non aggravino ulteriormente una finanza pubblica già in grossa difficoltà.

La via indicata dalla proposta in oggetto tende ad utilizzare l'enorme ricchezza accumulata dalla BI attraverso le emissioni monetarie senza comprometterne la gestione equilibrata.

Questa risorsa dovrebbe essere utilizzata solo per risolvere le crisi economiche in generale, e questa in particolare, e non dovrebbe esserne consentito l'uso per la spesa corrente, ma esclusivamente in conto capitale o comunque per sostegno limitato nel tempo alle famiglie e imprese.

Il fondo sarà ricostituito sia dal ritorno in termini di imposte derivante dalla ripresa economica (da qui il concetto di fondo di rotazione) sia dalle successive emissioni di valori monetari (banconote e moneta di banca centrale). Questa imposta che consente di utilizzare il patrimonio della BI senza tassare i cittadini, sarebbe probabilmente considerata **l'imposta più amata dagli italiani.**

Per la sua funzione e per evitare che questa risorsa venga sperperata dal **pensiero breve** della politica che tende a far prevalere la spesa corrente per facili consensi, **il fondo dovrebbe essere considerato un patrimonio delle generazioni future e tutelato nel suo uso dalla stessa**

Costituzione. Il fondo non esaurisce le possibilità di entrate fiscali attraverso un'ulteriore applicazione dell'imposta sul patrimonio da emissione monetaria sia perché il fondo incede solo in parte su questo patrimonio, sia perché l'attività delle banche centrali, e in particolare della BI, tende ad aumentarlo. L'entità di queste ulteriori entrate possono essere definite d'intesa con la BI e gestite al di fuori delle rigide regole del fondo.

Ddl sull' "Imposta sul patrimonio da emissione monetaria della Banca d'Italia"

Art 1

1. Il Patrimonio da emissione monetaria è dato dai valori monetari reali e virtuali creati dalla Banca d'Italia nell'esercizio della sua funzione monetaria e rappresentati in bilancio dal conto "Banconote in circolazione al netto del conto "Crediti per allocazione delle banconote" (o in aggiunta al conto "Debiti per allocazione delle banconote") e dal conto "Passività nell'ambito dell'Eurosistema".

2. Il patrimonio da emissione monetaria è soggetto a imposta.

3. Salvo quanto derivi dagli obblighi derivanti dall'appartenenza all'Unione Europea e quanto necessario a garantire la funzionalità di politica monetaria della Banca d'Italia, l'imposta si applica con una percentuale sul totale delle voci di bilancio che rappresentano il patrimonio da emissione monetaria. Per l'anno aaaa la percentuale dell'xx% è calcolata sul bilancio del aaaa-1. Negli anni successivi la percentuale può essere modificata (anche azzerata) con legge di bilancio.

4. L'imposta non incide direttamente sul reddito d'esercizio, ma determina un aumento dei debiti verso la Tesoreria dello Stato e si storna riducendo le passività connesse all'esercizio della funzione monetaria attraverso voci rettificative dei conti «Banconote in circolazione» e « Passività nell'ambito dell'Eurosistema».

Art 2. Il credito di Tesoreria dovuto all'imposta sul patrimonio da emissione monetaria va a costituire nel bilancio dello Stato il Fondo di Rotazione Anticrisi.

Art.3 Il fondo può essere utilizzato solo per la spesa in conto capitale e per sostegni alla famiglie e imprese di durata limitata al periodo delle crisi; va ricostituito con le maggiori entrate fiscali risultanti dalla crescita economica derivante dall'impiego dello stesso fondo e dalle nuove emissioni monetarie.

Commenti al Ddl sul PATRIMONIO DA EMISSIONE MONETARIA"

- Nel primo comma (tra parentesi per i conti "Crediti o Debiti per allocazione di banconote" vedere in: due asterischi nota 5).

- Il comma 4 risolve gli aspetti contabili tendenti a superare le norme in deroga che hanno sottratto la creazione dei valori monetari al conto economico e quindi al fisco.

Con il comma 4 si rileva l'imposta sul patrimonio da emissione monetaria insieme al debito verso la tesoreria dello Stato, con l'operazione successiva si elimina l'imposta (sottraendola al conto economico con una operazione identica ma opposta nel segno a quella delle norme in deroga) riducendo i conti che rappresentano nel passivo il patrimonio da emissione monetaria con conti rettificativi posti nell'attivo. In questo modo si trasformano le voci contabili relative alla creazione dei valori monetari in debiti effettivi verso lo Stato, mentre il conto economico rimane inalterato. In questo modo il bilancio della BI rimane comparabile con i bilancio della altre banche centrali aderenti all'aera euro.

Seguono le note al testo

Note

nota 1

L'importo delle disponibilità giacenti presso la BI è ricavabile per differenza tra la voce passiva del bilancio 2018 "conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)" di 80,848 mld di euro e la stessa riserva obbligatoria di ca. 15 mld.

L'importo della riserva obbligatoria non è presente con una voce distinta in bilancio, è stata ripresa dal Sole24ore del 14 nov 19.

nota 2

"Il saldo della Banca d'Italia indica la creazione di moneta della banca centrale finita in altri paesi dell'euro. Non è un debito del governo, né delle banche italiane, né, evidentemente, è un debito che la nostra banca centrale dovrà eventualmente saldare (così come non deve "rimborsare" le banconote emesse), almeno finché la Banca d'Italia è parte dell'Eurosistema.

(dal secondo articolo del prof. Andrea Terzi allegato in calce al testo)

nota 3

La Banca d'Italia redige due tipi di bilancio, quello ai valori contabili e quello ai valori statistici armonizzati.

Il bilancio ai valori contabili è redatto per i soci della BI, mentre la BCE ha formulato delle linee d'indirizzo che portano alla redazione del bilancio ai valori "statistici armonizzati" per tutte le banche centrali dell'area euro. Il primo usa criteri più prudenziali del secondo, soprattutto nella valutazione dei titoli e questo spiega le differenze tra i due tipi di bilancio.

Il totale degli attivi secondo i criteri contabili è di 967,1 mld di euro, secondo i criteri della BCE è di 980,1 mld di euro.

nota 4

Le cifre del "paradosso monetario"

	Attivi Banche Centrali /Pil %		Debito Pubblico / Pil	
	2007	2017	2007	2017
Euro Zona	15	40	66,4	86,7
Italia	15,18	54	103,6	131,4
Regno Unito	5,1	29	43,6	90,4
Usa	5	23	65	115
Giappone	20	95	125	240*

*Il Giappone può permettersi un debito pubblico così alto rispetto al Pil perché il suo debito pubblico è praticamente di proprietà dei soli giapponesi.

Attivi della Banca d'Italia e Pil a i prezzi correnti in mld, loro rapporti

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Attivi BI	244,4	267,4	301,2	333	539	610	554,3	530,6	587,8	773,7	930,7	967,8
Pil	1.610	1.632	1.573	1.605	1.637	1.613	1.605	1.621	1.645	1.672	1.727,4	1.757
Rapporto %	15,28	16,38	19,16	20,75	32,91	37,81	34,55	32,72	35,72	46,26	53,88	55,08

Come si può osservare nel 2013 e 2014 il totale delle attività della Banca d'Italia si sono ridotti. La differenza tra il totale delle attività del 2013 sul 2012 è di 55,7 mld di euro, e tra il 2014 sul 2013 è di 23,8 mld, complessivamente una riduzione di 79,4 mld di euro. Il motivo sta nel fatto che in questi due anni è prevalsa nel consiglio di Amministrazione della BCE la linea rigorista della Germania che ha prodotto una politica monetaria restrittiva.

nota 5

Il Patrimonio effettivo della Banca d'Italia 2007-2018 (ai valori contabili) in miliardi di euro

Passivo e Netto Patrimoniali*	2007	2018	note
Banconote in circolazione (tot. autorizzato dalla BCE)	112,2	198,1	
Credit/Debiti x allocazione di banconote **	16,2	- 44,9	
Attività/Passività nell'ambito dell'Eurosistema ***	- 35,8	480,5	Target 2
Totale Patrimonio da Emissione Monetaria	92,6	633,7	
Conto di rivalutazione ****	30,0	76,6	
Fondo rischi generali ****	6,6	26,7	
Capitale Sociale e Riserve	7,4	24,7	
Totale patrimonio effettivo	136,6	761,7	
Totale degli Attivi di Bilancio	244,4	967,8	
Rapporto % Patrimonio effettivo/ Attivi di Bilancio	55,9%	78,7%	

* Il patrimonio effettivo si determina con i conti del passivo del Bilancio salvo quanto indicato in *** e ****.

** Alle banconote autorizzate dalla BCE indicate dal conto "Banconote in circolazione" presenti nel passivo del bilancio si sono sommate dal 2007 al 2011 quelle emesse in più nei bilanci e presenti nel c/ "Debiti per allocazione di banconote". Al contrario dal 2012 al 2018, con importi crescenti, vi sono stati "Crediti per allocazione di banconote"; ciò sta ad indicare che la BI ha emesso banconote in meno rispetto a quanto autorizzato dalla Bce; questi importi si sottraggono al totale delle banconote autorizzate all'emissione determinando l'importo delle banconote effettivamente in circolazione. Nel 2018 le banconote in circolazione sono state di 153,2 mlds di euro.

*** La moneta virtuale del Target 2 nasce nei rapporti all'interno dell'area Euro per acquisti e vendite di titoli fatti dalle banche. Indica la creazione di Moneta di Banca Centrale (Mbc), è una moneta virtuale creata dalla BI e rifluisce verso i paesi dell'area Euro per acquisti di titoli in quei paesi, fatti soprattutto dalle banche. La Mbc è rilevata dal conto "Passività nell'ambito dell'Eurosistema" e si aggiunge alle banconote in circolazione nel passivo. Viceversa per vendite di titoli nell'area euro, la moneta virtuale è rilevata dalla BI come crediti presenti nel suo attivo con il conto "Attività nell'ambito dell'Eurosistema"; è quello che è accaduto nel 2007 (in quanto voce dell'attivo si sottrae alle voci del passivo con le quali si determina il patrimonio effettivo della BI).

**** La BI li definisce conti patrimoniali, entrambi sono aumentati rispetto al 2017, l'incremento del primo ha consentito una rivalutazione di voci dell'attivo evitando di aumentare il reddito 2018, l'aumento del secondo ha prodotto la riduzione del reddito dello stesso anno, per un importo complessivo di € 5,093 mld di euro. Per il particolare statuto della BI, senza le norme in deroga si sarebbe prodotto un aumento delle entrate per lo Stato per la stessa somma.

nota 6

La creazione di valori monetari nell'ambito della funzione propria delle banche di emissione, si trasforma nelle varie attività presenti nei loro bilanci, ma non determina debiti verso terzi, proprio per questo si parla di "creazione" di valori.

E' un po' come un premio in denaro ricevuto per qualche motivo da un'azienda.

Questo fatto si traduce in una scrittura contabile dell'azienda che rileva l'entrata di cassa e nello stesso tempo una sopravvenienza attiva che concorre a formare il reddito d'esercizio.

Mentre in un'azienda il premio in denaro è un componente positivo di reddito straordinario, nelle banche centrali la creazione di valori monetari non pone in essere un conto straordinario di reddito ma ordinario, perché l'emissione monetaria è la funzione propria delle banche centrali.

Tuttavia questa ordinarietà non ne cambia la natura e in base alle normali regole contabili la creazione di valori monetari dovrebbe determinare un aumento del reddito d'esercizio (ecco perché è appropriato parlare di reddito da emissione monetaria).

Le norme in deroga consentono di rilevare in corrispondenza della creazione di valori monetari, non dei componenti positivi di reddito che produrrebbero entrate fiscali per lo Stato, ma delle voci contabili nel passivo del bilancio cui non corrispondono debiti reali.

Queste voci di bilancio sono: "Banconote in circolazione" e "Passività nell'ambito dell'Eurosistema".

nota 7

Articolo 128 comma 1 e 2 (ex art. articolo 106 del TCE):

1. La Banca centrale europea ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'Unione. La Banca centrale europea e le banche centrali nazionali possono emettere banconote. Le banconote emesse dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali costituiscono le uniche banconote aventi corso legale nell'Unione.

2. Gli Stati membri possono coniare monete metalliche in euro con l'approvazione della Banca centrale europea per quanto riguarda il volume del conio.

nota 8

Il 1° comma dell'art. 8 del D Lgs 43/1998 afferma: "Nella redazione del proprio bilancio la Banca d'Italia può uniformare, in deroga alle norme vigenti, i criteri di rilevazione e di redazione alle disposizioni e alle raccomandazioni adottate dalla BCE. **I bilanci compilati in conformità del presente comma assumono rilevanza anche agli effetti tributari.** Tale rilevanza è stata recepita nell'art. 114 del DPR 917/1986 (Testo unico delle imposte sui redditi) come modificato dal D.lgs 917/2005".

nota 9

Il 31 dicembre 2018 le operazioni di QE erano terminate, sono riprese dal 1° novembre 2019 con acquisti di titoli per 20 mld di euro mensili da parte delle Banche Centrali dell'area Euro e rafforzate con € 120 mld; ma per la crisi indotta dal corona virus il QE è ulteriormente aumentato di 750 mld, raggiungendo un importo complessivo di 1.090 mld di euro, da utilizzare tra aprile e dicembre 2020, un importo superiore ai 960 mld deciso da Draghi e utilizzato tra l'aprile del 2016 al marzo 2017. Il nuovo presidente ha dichiarato: "Tempi straordinari richiedono azioni straordinarie" ed è aperto anche ad ulteriori misure.

nota 10

La BI per far fronte al pagamento dell'imposta sul patrimonio da emissione monetaria dovrà utilizzare parte delle proprie attività.

Le voci attive del bilancio 2018 più rilevanti utilizzabili sono:

Operazioni di rifinanziamento a lungo termine	238.9
Titoli per finalità di politica monetaria e altri titoli	465.8
totale	704,7

I rifinanziamenti possono essere ridotti di ca. 65 mld, senza che le banche debbano avere la necessità di disinvestire nei titoli acquistati all'estero e quindi senza che il conto "Passività nell'ambito dell'Euro ne risulti diminuito.

La voce che più può essere ridotta è quella dei titoli.

La riduzione possibile è intorno a 300-400 mld, da realizzare sulla base delle esigenze di prelievo del Tesoro e con la necessità di ridurre alcuni effetti sulle quotazioni dei titoli, con la crisi del Corona virus si potrebbe arrivare a 100-150 mld il primo anno. La vendita sul mercato dei titoli incide sulle quotazioni, aumentandone i rendimenti con un aumento per maggiori interessi a carico dello Stato; è un costo di cui tener conto perché la disponibilità aggiuntiva derivante dall'imposta tenderebbe a ridursi; tuttavia la crescita economica derivante da questa imposta senza aumento del debito pubblico, facendo diminuire il rapporto debito pubblico – Pil, agirebbe in senso opposto.

Oltre a questo la crisi del Corona virus può avere sulle operazioni in titoli un altro effetto.

Se l'imposta sul patrimonio da emissione monetaria fosse istituita in questa fase della crisi, alle vendite dei titoli pubblici per il pagamento della stessa imposta si contrapporrebbero gli acquisti relativi alle operazioni del QE. I due flussi potrebbero essere abbastanza vicini nell'importo e il risultato sarebbe abbastanza sorprendente: il Tesoro, incassando l'imposta, può intervenire nell'economia in crisi senza nuove emissioni di debito pubblico e con effetti trascurabili sui rendimenti dei titoli, nello stesso tempo il bilancio della BI non subirebbe modifiche rilevanti.

L'effetto netto è che con l'istituzione dell'imposta la liquidità creata con il QE fluisce verso lo Stato e non verso le Banche, come invece è avvenuto con le precedenti operazioni monetarie della BCE.

Seguono allegati tre articoli utili all'argomento

Possono tornare utili tre articoli sui temi del QE e del Target 2, il primo pubblicato su LA STAMPA, di Maria Grazia Bruzzone e gli altri due su La Voce.info del Prof. Andrea Terzi, docente di Economia Monetaria nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

1) La Stampa 05 nov 2015

'Dopo il QE arriverà il 'denaro dall'elicottero'? di Maria Grazia Bruzzone

In questi giorni in Italia i dati Istat sul PIL, sulla fiducia di consumatori e imprese, sugli occupati perfino, suscitano un'improvvisa In allegato il testo della proposta di legge che istituisce un'imposta sul patrimonio da emissione sa, provvidenziale ventata di ottimismo sulla 'ripresa' in atto - aiutata dalla BCE, dai bassi tassi di interesse e dal crollo dei prezzi energetici, ci viene spiegato. Una coincidenza di fattori che Draghi non si stanca di sottolineare, invitando i governi ad approfittarne per varare riforme strutturali serie.

Ma su fogli e blog finanziari, anche italiani, si leggono analisi meno rosee sull'Italia e, soprattutto, sull'Europa e sull'economia mondo, che non sta affatto bene malgrado i giganteschi sforzi espansivi delle banche centrali, le cui armi monetarie "sarebbero ormai spuntate".

E si arriva a prospettare soluzioni estreme, finora solo teorizzate dagli economisti *mainstream*, e peraltro già lanciate da eretici come **Ellen Brown**, la propugnatrice delle banche pubbliche; come il professore/blogger australiano Bill Mitchell; o come **Jeremy Corbyn**, il neo-segretario dei laburisti britannici. Ma prospettate ormai anche dal 're degli hedge fund' d'Europa Paul Marshall (*Sole24Ore*), da **Etsuro Honda**, consigliere economico del premier giapponese Abe (*ZeroHedge*), dall'economista **Marcello Minenna** (*Corriere della sera Economia*), da analisti di **Citigroup** e da ultimo da **Guido Tabellini**, docente e già rettore della Bocconi (*Sole24Ore*), per citarne alcuni.

Davanti al controverso esito per non dire al fallimento delle politiche di Quantitative Easing (QE) nel rilanciare economia e occupazione e nel far lievitare l'inflazione, non resterebbe che l'*opzione nucleare*, come la chiama Brown: un PQE, PeopleQE, per la gente, secondo Corbyn. OMF, Overt Money Financing, per il prof. Mitchell : soldi dall'elicottero, nella metafora tutta teorica di Milton Friedman tornata in voga.

In sostanza: denaro fresco non più dato alle banche ma iniettato direttamente nell'economia reale, in varie forme . Un'eresia scandalosa, fino a qualche tempo fa.

Sintetizziamo qua e là.

ORIGINE DEI QE . Ormai sette anni fa, all'apice della 'crisi finanziaria' del 2008 provocata dallo scoppio della bolla americana dei mutui subprime, le banche centrali, a cominciare dalla Federal Reserve americana, hanno lanciato una politica monetaria espansiva. Anziché affrontare gli eccessi della finanza che avevano portato alla crisi (lanciando riforme serie della finanza stessa, per es nella direzione di una separazione tra banche tradizionali e banche di investimento, la cui abolizione era stata una delle principali cause della deriva speculativa sfociata nella crisi), hanno preferito da un

lato portare a zero i tassi di interesse, dall'altro iniettare molte migliaia di miliardi nel sistema bancario (attraverso l'acquisizione di Titoli di Stato), dove la liquidità si era prosciugata. Con l'obiettivo primo di 'salvare le banche' stesse e quindi di rilanciare l'economia.

“Toppe inadeguate utilizzate per tentare di uscire dalla crisi finanziaria mondiale che era scaturita dallo scoppio della bolla Usa” ([qui Sole24Ore](#)) .

“In sette anni la Fed ha varato tre piani di QE e continua a tenere a zero i tassi, una cosa affatto normale , un ‘ribaltamento della finanza’ “(ib).

Con forte ritardo la BCE ha prima portato i tassi a zero (sett 2014) poi ha varato anch'essa un piano di Quantitative Easing che è in pratica l'arma di ultima istanza per una banca centrale, quando non può più agire sulla leva dei tassi, innescando con ciò la reazione di altre banche europee di paesi non euro.

LE NOBILI MOTIVAZIONI E I SEMPRE PIU' CONTROVERSI RISULTATI DEI QE, che fanno sentire i loro effetti molto sulla finanza (e sui portafogli dei più facoltosi) ma molto meno sull'economia reale (e sui portafogli dei meno abbienti). Li ha clamorosamente denunciati il “re degli hedge fund” europei Paul **Marshall** , in una lettera al *Financial Times* [ripresa dal Sole](#).

Oltre a essere talvolta del tutto inutili, come nel caso del Giappone, che dopo aver stampato montagne di denaro si ritrova in deflazione e recessione.

Nobili, appunto, le motivazioni: ridare fiato all'economia mantenendo solida l'offerta di moneta destinata al sistema bancario, in modo da evitare una contrazione del credito simile a quella degli anni Trenta.

“Ma la realtà, molto più prosaica, è che l'acquisto di titoli di Stato da parte delle banche centrali fa lievitare tutti gli altri *asset*, dalle azioni all'immobiliare. In questo modo a beneficiare dei vari QE è il mondo finanziario: banchieri, gestori degli hedge funds, immobiliare (in questo l'Italia vive un altro film)”.

DISCORSO A PARTE IL QE DI DRAGHI, che secondo Marshall “rappresenta un colossale ‘schema Ponzi’ architettato per distorcere il mercato obbligazionario europeo a vantaggio degli indebitatissimi e stagnanti paesi euro-periferici”. Come l'Italia, viene adombrato.

Infatti a gioire sono stati soprattutto paesi come Portogallo, Grecia e Spagna. Oltre al nostro, che ha visto precipitare lo spread fra BTP e Bund tedeschi da 537 punti (luglio 2012) a poco più di 100 (settembre 2015). Favorendo tuttavia in modo trasversale le classi più abbienti d'Europa che avevano soldi da investire in Borsa – sottolineava a fine settembre [un'analisi \(di Enrico Marro\) sul Sole](#) pur vantando i soldi risparmiati dall'Italia grazie alla cura Draghi.

LE ARMI SPUNTATE DELLE BANCHE CENTRALI. Oltre ad arricchire i ricchi, “**la droga monetaria delle banche centrali ha creato dipendenza**”. Portando a tre effetti collaterali poco desiderabili – secondo uno studio di Royal Bank of Scotland citato: una pessima distribuzione della ricchezza, una minor produttività, e una serie crescenti di bolle finanziarie difficili da gestire. Basti dire che in sei anni l'indice S&P 500 [il valore in Borsa delle prime aziende quotate] è triplicato.

“Come uscirne? Con riforme impopolari o con un altro bel QE nuovo di zecca” ([qui](#)).

E si va avanti. Mentre la Fed continua a rinviare l'aumento dei tassi di interesse, col timore di far scoppiare le nuove bolle, a cominciare da quella delle Borse.

Dall'inizio della crisi le aziende quotate in Borsa hanno aumentato molto di più il rapporto fra prezzi delle loro azioni e utili degli utili stessi. A Wall Street questi sono aumentati del 52,1%, i primi dell'82%, similmente in Europa (dove i profitti reali sono caduti ma il rapporto prezzi/utili è cresciuto del 114%, idem in Giappone). "Ennesimo segnale che la liquidità è rimasta lì, nei mercati".

In altre parole, i soldi dei QE non vengono investiti nell'economia reale ma nella speculazione finanziaria ovvero, in una pratica spesso criticata [*buyback*] che consiste nel vendere e ricomprare le proprie azioni per tenerne alto il prezzo.

Oggi Bank of Japan potrebbe aumentare il suo QE da 80mila a 100mila yen/anno, etc. In due settimane ben 5 banche centrali potrebbero lanciare ulteriori messaggi espansivi.

"L'obiettivo delle banche centrali è far ripartire l'economia e una sana inflazione", come al solito, racconta il Sole [in un articolo di fine ottobre dal titolo "Le armi spuntate delle Banche Centrali"](#) .

"Fino a oggi però a uno sforzo così poderoso ha corrisposto **un risultato minimo**: l'inflazione resta globalmente bassa, il mercato del lavoro si mantiene squilibrato con salari bassi, anche nei paesi dove la disoccupazione è bassa come in Usa e Germania [sui dati reali della disoccupazione Usa, che non considera chi ha rinunciato a cercare lavoro, vedi Underblog] e la crescita mondiale rallenta".

Sempre più numerosi sono così le analisi di economisti che dubitano sulla bontà della cura.

MEGLIO FARE BONIFICI DI 8MILA EURO A TUTTI? E' la 'provocazione' lanciata da Marshall re alla fine della sua lettera al FT: "Sarebbe meglio iniettare il denaro fresco di stampa su grandi progetti infrastrutturali. Oppure – arriva a dire il finanziere britannico - fare un nuovo tipo di QE: un bel bonifico direttamente nei conti correnti di ogni singolo cittadino. Per il Regno Unito si tratterebbe di 5800 sterline (quasi 8mila euro) a persona, neonati compresi. Funzionerebbe? Non sia, ma almeno sarebbe più giusto".

Alla stessa provocatoria conclusione [arriva Minenna sul Corriere Eco](#) ("Mille miliardi sul tavolo, chi li ha visti?", [ripreso da ItaliaOggi](#)). "In Italia continua a non esserci inflazione, esordisce (-0,4% a settembre, +0,2% nel 2015), nell' UE va anche peggio (-0,1%). Che le misure approntate finora siano servite a poco in termini di inflazione non è più un mistero".

"Il problema infatti è la persistente difficoltà a erogare nuovo credito. Nell'ultimo anno una **valanga di liquidità ha sommerso le banche ma ben poco è arrivato a imprese e famiglie**: da inizio anno i prestiti bancari sono scesi dello 0,5%". Malgrado i miliardi – 1000- erogati dalla BCE già a fine 2011-inizio 2012 (col meccanismo del Ltro) che le banche avevano usato per gestire i loro rischi e i successivi 400 miliardi (100 alle banche italiane) del Tltro che tentava di obbligare le banche a prestare, e quelli del vero e proprio QE partito un ano fa.

"**Che fare?** Raddoppiare il QE servirebbe a poco. Per far ripartire la domanda i soldi devono arrivare a consumi e investimenti. Cosicché anche l'inflazione abbia qualche chance di risollevarsi. Una possibilità sarebbe modificare regole - e sanzioni alle banche che non prestano. In alternativa

si rischia di dover **bypassare le banche** e, come predica Jeremy Corbyn, in Inghilterra, dover ricorrere all'estremo: **lanciare banconote dagli elicotteri**. Sperando che non sia troppo tardi”.

Corbyn, il nuovo leader laburista di estrema sinistra che è stato tra i primi a infrangere il tabù, aveva proposto di dare alla Bank of England un nuovo mandato per rilanciare l'economia investendo su larga scala in case, energia, trasporti e progetti digitali. L'ha chiamato **PQE- QE for the People**, vale a dire per la gente, contrapponendolo al QE per la finanza e per i ricchi, elargito fino ad oggi. Gli investimenti verrebbero fatti attraverso la Banca Nazionale degli Investimenti.

DENARO DALL'ELICOTTERO SULL'ECONOMIA. E' ormai il tema.

“Draghi ha accennato a una serie di strumenti ancora a disposizione ([vedi qui](#)). Si parla anche di una misura mai messa in pratica ma suggerita a suo tempo da Milton Friedman [il padre del liberismo economico]: mettere il denaro direttamente nei conti correnti dei cittadini, a patto che li spendano. E' il cosiddetto *Helicopter Drop*, denaro gettato sull'economia” conclude a sua volta un altro articolo del *Corriere Eco*.

Zero hedge [ne aveva parlato esplicitamente già a settembre 2013](#): “*L'elicottero di Bernanke scalda i motori*”, titolava, citando sia un saggio del 2002 dell'allora governatore della Fed, sia Larry Summers che già criticava la politica dei QE.

[E' ancora Zero hedge a raccontare](#) il 10 ottobre scorso l'ipotesi di un People-QE avanzata da Honda, il consigliere del premier del Giappone Abe, davanti al fallimento dell'Abenomics (la cura nipponica base di QE), [ben documentato qui](#).

“*Si comincia: la maggiore banca di investimenti dell'Australia dice che il 'denaro dall'elicottero' arriverà fra 12-18 mesi*”, [titola a settembre di quest'anno Zero hedge](#), citato da [Ellen Brown in un suo post titolato](#) “*E' tempo per l'opzione nucleare: dare denaro a Main Street*” – ai cittadini.

“Oggi tutto il denaro in circolazione virtualmente viene creato come debito delle banche ma la gente [e l'economia reale] non può più sobbarcarsi più debito. Il QE cerca di rigonfiare la quantità di moneta circolante fornendo denaro alle banche per creare nuovo debito, ma questa politica è fallita. E' tempo di fornire un po' di **moneta libera dal debito all'economia reale**”.

La predizione di *Zero hedge* si basa su un'analisi di Macquarie, la maggior banca di investimento australiana che, constatato che le politiche attuali non funzionano, si chiede se “il settore pubblico non possa riuscire là dove il settore privato è incapace di far circolare il denaro in modo soddisfacente. In sostanza: invece di agire attraverso i mercati delle obbligazioni e il settore bancario, **perché il settore pubblico non potrebbe bypassare i mercati tutti** e iniettare stimoli direttamente nel flusso sanguigno dei paesi? Avrebbe di sicuro un impatto maggiore”.

Del resto, a raccomandare il 'denaro dall'elicottero' è persino il capo degli economisti globali di **Citygroup**, una delle maggiori banche americane. Allo scopo di evitare una recessione globale imminente.

Lo scenario previsto dagli economisti della megabanca Usa prevede che nel 2016 inizi una recessione globale a partire dalla Cina. “L'incertezza resta, ma una risposta politica tempista ed efficace può aiutare a diminuire il rischio... Soldi dall'elicottero in Cina, area euro, Usa e Regno

Unito unita a una ristrutturazione dei debiti può mitigare l'impatto e, se fatto subito, prevenire la recessione nei prossimi due anni".

[Mitchell, docente e blogger australiano, concorda](#). Ma propone di chiamarlo non PQE ma **OMF-Overt Money Financing, finanziamento monetario aperto, o palese**. "Denaro iniettato direttamente nell'economia, **un tabù** per gli economisti *mainstream*".

"Apparentemente perché produrrebbe inflazione. In realtà per due ragioni:

taglierebbe fuori traders privati dalla loro dose di *corporate welfare*, benefici che, a differenza di quelli per malati e disoccupati li hanno arricchiti all'estremo;

spazzerebbe via 'scimmia del debito' usata per massacrare i governi alle prese coi deficit fiscali".

Banche, finanza e grandi corporations sono insomma i maggiori oppositori. Negli Usa come in Europa.

LA PROPOSTA E' STATA GIA' POSTA SUL TAVOLO DEL PARLAMENTO EUROPEO, per iniziativa del Comitato per gli affari economici e monetari della BCE, nella [bozza del report annuale 2012](#) – ricorda il prof. Mitchell. E ne cita due paragrafi, il 9 e il 10.

Nel primo si riconosce come gli strumenti di politica monetaria messi in campo dall'inizio della crisi abbiano mostrato i loro limiti nello stimolare la crescita e migliorare la situazione del mercato del lavoro; e si afferma che la BCE potrebbe esplorare **nuove misure non convenzionali** al fine di partecipare a un vasto programma UE per la crescita, compreso l'uso della Emergency Liquidity Assistance – un fondo speciale di cui la BCE dispone – per un 'finanziamento monetario palese' del debito governativo per finanziare tagli di tasse delle famiglie a basso reddito e/o nuovi programmi di spesa focalizzati sugli obiettivi di Europa 2020.

Nel secondo si considera la necessità di rivedere i Trattati UE e gli statuti della BCE così da stabilire la stabilità dei prezzi e il pieno impiego come gli obiettivi della politica monetaria dell'eurozona.

"Questi paragrafi sono stati espunti dal report, in gran parte a causa della paranoia sull'iperinflazione della Germania", scrive il professore. Convinto che il Finanziamento Monetario Aperto sarebbe il miglior modo per venire a capo della crisi dell'Eurozona senza buttar giù l'UE. Questi i vantaggi:

1 La BCE direbbe agli Stati membri che metterebbe a disposizione gli euro per permettere spese in deficit per accrescere produzione e impiego. 2 Non verrebbe prodotto nuovo debito. 3 Non verrebbero alzate le tasse. 4 Gli interessi non salirebbero. 5 Una Garanzia del Lavoro verrebbe subito introdotto. 6 La Troika potrebbe ritirarsi – non più salvataggi. 7 Quando si arrivasse alla crescita, cambiamenti strutturali – migliori servizi, migliori scuole, un miglior sistema sanitario - potrebbero essere implementati.

DRAGHI HA DI NUOVO PARLATO DI MISURE NON CONVENZIONALI. ["IL QE PUO' CAMBIARE](#).

[Il professor Tabellini domenica scorsa](#) (1/11) prende sul serio le parole di Draghi e avanza proposte che ne precisano l'idea, pur senza citare l'elicottero.

“I Trattati europei impediscono alla banca centrale di finanziare direttamente un’espansione fiscale. Ma, anziché finanziare un taglio delle imposte, la BCE potrebbe decidere di stampare più moneta versandola direttamente sui depositi e sui conti correnti postali dei cittadini... Oppure la BCE potrebbe acquistare titoli perpetui (con scadenza illimitata) per contribuire a finanziare investimenti pubblici... Inoltre potrebbe cambiare le regole che si è data nella conduzione della politica monetaria... alzando temporaneamente il suo obiettivo di inflazione tutte le volte che i prezzi scendessero sotto il sentiero prestabilito.

Le idee non mancano, insomma. Quanto ai rischi di iper-inflazione, il post di Ellen Brown li minimizza.

“Il problema oggi non è l’inflazione, ma la deflazione. E aggiungere denaro nell’economia non farebbe alzare i prezzi fino a che la domanda non è saturata e la produzione non raggiunge la sua piena capacità” .

“Se poi il PQE /OMF andasse oltre la capacità produttiva, il governo non avrebbe bisogno di rapportarsi alla banca centrale per ritirare il denaro in eccesso dalla circolazione . Lo potrebbe fare attraverso le tasse (che negli Usa rappresentano il 24% per PIL). E ci sono altri sistemi che il Tesoro potrebbe utilizzare: per esempio **chiudendo le scappatoie fiscali, tassando i \$21.000 miliardi nei paradisi fiscali, e aprendo banche pubbliche** che riporterebbero al governo gli interessi sui prestiti. L’interesse netto delle banche Usa nel 2014 ammontava a \$423 miliardi – ricorda Brown, americana e grande propugnatrice delle banche pubbliche.

Il fatto è che, se non scarseggiano le idee, non mancano neppure le **resistenze di banche, finanza e corporations**. Negli Usa come nell’ UE. Dove [un recentissimo articolo](#) del *Financial Times* ha rilanciato il tema dei conflitti di interesse della stessa BCE, che intrattiene rapporti con finanziari, spesso informati alla vigilia di importanti decisioni della banca, [come accaduto lo scorso maggio](#). Del resto azionisti della BCE sono le banche centrali, solo alcune delle quali sono pubbliche. Non lo è per es Banca d’Italia, quarta azionista BCE, terza dell’Eurozona. Ma non lo è nemmeno la Fed, la Federal Reserve americana, i cui azionisti sono le grandi banche

[2\) LAVOCE.INFO 31.01.17](#)

Tutto quello che c’è da sapere sul Target2 di Andrea Terzi

Il fulcro di un’unione monetaria – e di ogni economia – è il sistema dei pagamenti. I saldi Target2 si limitano a registrare i movimenti della “moneta della banca centrale” nell’Eurosistema. Così non possono essere fonte di instabilità. Qualunque sia la loro dimensione.

Pagamenti bancari e moneta della banca centrale

Se per accertare il buon esito di un pagamento bancario è sufficiente dare un’occhiata ai movimenti sul conto corrente, la sua puntuale esecuzione è resa possibile da una più complessa operazione di regolamento tra la banca del pagante e quella del beneficiario. L’operazione richiede il buon funzionamento di quello che è il nocciolo duro di ogni economia e, in particolare, di un’unione monetaria: il sistema dei pagamenti.

In Europa, più di mille banche regolano i pagamenti di importo rilevante direttamente in “moneta della banca centrale” (Mbc) su una piattaforma chiamata Target2, gestita dall'Eurosistema, e più specificamente dal personale e dall'infrastruttura di Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank e Banque de France, sulla quale transitano ogni giorno, in media, circa 2mila miliardi di euro, circa un quinto del Pil dell'area euro.

La Mbc che le banche si scambiano è un credito spendibile, in pratica una “banconota elettronica”. La banca che deve regolare un pagamento la può ottenere in prestito da un'altra banca, se questa trova conveniente prestare ad altri la liquidità già ottenuta e non impiegata. Ma le banche nel loro insieme possono ottenere Mbc soltanto attraverso due canali: il rifinanziamento della banca centrale alle condizioni fissate dalla politica monetaria (a fronte di garanzie idonee); e gli acquisti di titoli di debito privato e pubblico da parte della banca centrale che, con il Quantitative easing, sono diventati sistematici da ottobre 2014. Si noti, infine, che anche il disavanzo pubblico crea Mbc, ma questa viene assorbita interamente dall'emissione di titoli di debito pubblico.

Il regolamento di un pagamento tra banche italiane in Mbc funziona pressappoco così. La banca A invia al sistema le istruzioni richieste per regolare un pagamento con la banca B. Se la banca A ha bisogno di fondi, la Banca d'Italia li mette a debito della banca A e li accredita alla banca B. Se poi B è disposta a concedere credito ad A a un tasso appetibile per la banca A, i fondi fanno il cammino inverso e tornano alla banca A che cancella il debito con la Banca d'Italia ed è ora indebitata con la banca B.

Se invece la banca B è in Germania, l'iter dell'operazione di pagamento è un po' più lungo. In questo caso, la Banca d'Italia presta fondi alla banca A, ma non può accreditarli direttamente alla banca tedesca. Ciò perché nell'Eurosistema ogni banca accede al sistema dei pagamenti attraverso la propria banca centrale nazionale, che per la banca tedesca è la Bundesbank. Dunque, non potendo accreditare gli euro alla banca B, la Banca d'Italia li accredita alla Bundesbank, che a sua volta li accredita alla banca B.

I saldi Target

A fine giornata, il sistema calcola la posizione netta di ciascuna banca centrale nazionale con tutte le altre e il saldo viene assegnato al bilancio della Banca centrale europea. A ogni banca centrale nazionale viene dunque assegnata una posizione bilaterale netta (a credito o a debito) con la sola Bce. Questa posizione è il [saldo Target](#).

Nel nostro esempio, il pagamento della banca italiana a quella tedesca dà luogo a una posizione debitoria della Banca d'Italia, e creditoria della Bundesbank, nei confronti della Bce. Se poi la banca tedesca presta i fondi alla banca italiana e gli euro tornano da dove erano venuti, i saldi Target della Bundesbank e della Banca d'Italia si azzerano.

Un altro tipo di pagamento che modifica i saldi Target è quello effettuato direttamente da una banca centrale nazionale che acquista (o vende) titoli operando con banche di un altro paese dell'euro. Se ad esempio la Banca d'Italia acquista titoli da una banca tedesca, regolerà il pagamento accreditando la Bundesbank, con le medesime conseguenze sul saldo Target dell'esempio precedente.

In altre parole, il saldo Target riflette il flusso netto cumulato dei pagamenti in Mbc che la banca centrale nazionale effettua e riceve, per proprio conto o per conto delle banche della propria giurisdizione. Un saldo negativo della Banca d'Italia indica creazione di Mbc che è finita alle banche degli altri paesi dell'euro. Un saldo positivo indica invece un afflusso di Mbc creata in una

diversa giurisdizione. È dunque comprensibile il motivo per cui il saldo Target delle cinque banche centrali che hanno accesso alla piattaforma pur non facendo parte dell'Eurosistema (Bulgaria, Danimarca, Lituania, Polonia e Romania), non potendo creare Mbc in euro, non presenta mai un saldo negativo.

In ultima analisi, i saldi Target si limitano a registrare i movimenti di “moneta della banca centrale” nell'Eurosistema. Dunque, non possono essere fonte di instabilità, qualunque sia la loro dimensione. L'Eurosistema non pone limiti alla dimensione dei saldi delle singole BCN nel rispetto del principio, essenziale per la moneta unica, della perfetta fungibilità della MBC a prescindere dalla BCN che la ha creata. Un ampliamento dei saldi, tuttavia, può essere il sintomo di [altre problematiche](#).

d3) Chi vuole uscire dall'euro passi prima alla cassai Andrea Terzi

La voce. Info 31.01.17

Gran parte dell'allargamento del saldo Target2 della Banca d'Italia si spiega con gli effetti del Quantitative easing. Non nasconde dunque una fuga dal debito italiano. Se uscissimo dall'euro dovremmo ripagarlo? I problemi da affrontare sarebbero ben più complessi di quelli legati al suo rimborso.

Target2 di Banca d'Italia e Bundesbank

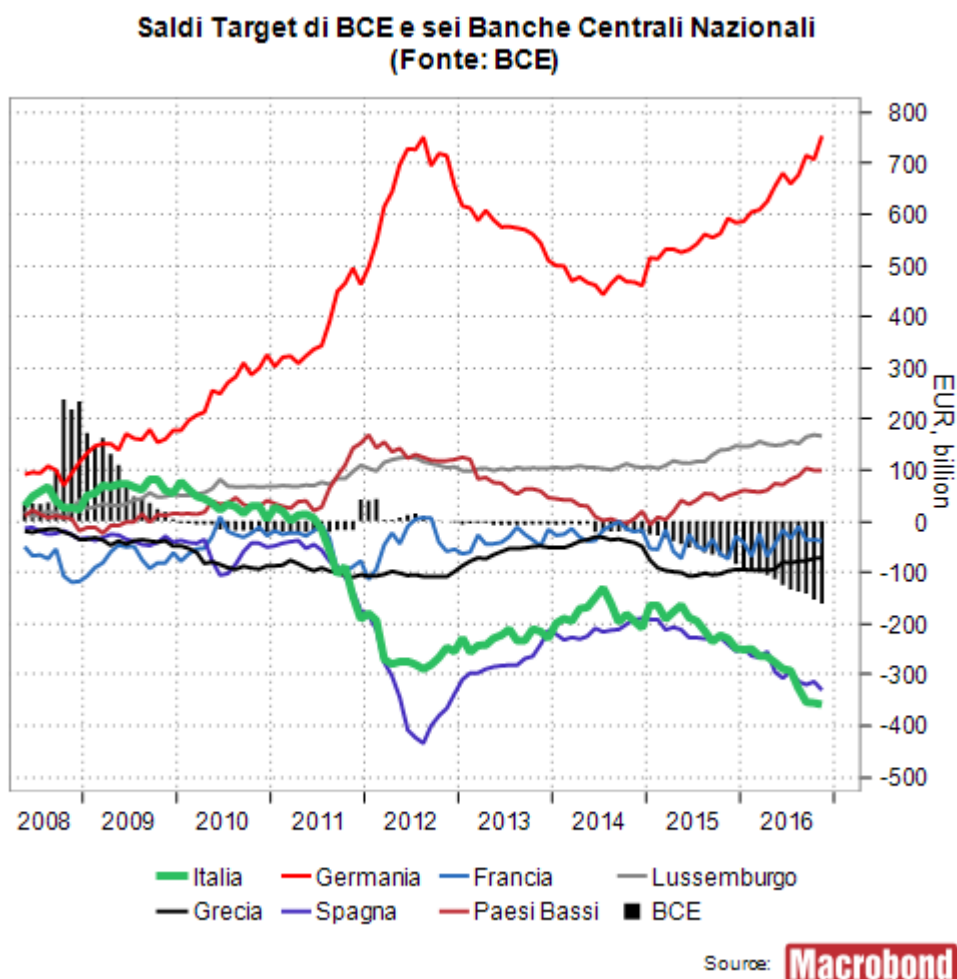
Si è acceso un vivace dibattito in seguito alla pubblicazione della [risposta](#) di Mario Draghi a due europarlamentari che, nell'ambito delle loro prerogative, avevano [domandato](#) alla Banca centrale europea una spiegazione dell'allargamento [dei saldi Target2](#), una valutazione delle conseguenze e come sarebbero regolati i saldi nell'eventualità in cui un paese lasciasse l'unione monetaria. Non è la prima volta che il tema, squisitamente tecnico, suscita preoccupazioni e affanni. La questione ricorrente è se l'ampliarsi delle differenze tra i saldi dei vari paesi nasconda un rischio crescente che qualcuno alla fine dovrà pagare. In quello negativo e in crescita della Banca d'Italia qualche osservatore ha ritenuto di vedere l'indizio di una massiccia fuga di depositi e di una imminente crisi bancaria nel nostro paese. Ma come stanno veramente le cose?

La figura 1 mostra l'andamento dei saldi Target di un numero selezionato di banche centrali nazionali. Il saldo della Banca d'Italia diventa negativo nella difficile estate del 2011 con l'esplosione del rischio di collasso della moneta unica e cresce fino a raggiungere, un anno dopo, i 289 miliardi di euro. In quei dodici mesi, le banche italiane avevano perso l'accesso al mercato monetario europeo e finanziavano lo spostamento di fondi verso gli istituti tedeschi rifinanziandosi con la Banca d'Italia. Il saldo Target della nostra banca centrale rifletteva dunque il flusso netto in uscita dalle banche italiane.

Poi arriva il cambio di regime del “*whatever it takes*” di Mario Draghi con l'introduzione delle *Outright Monetary Transactions*. Ritorna la calma sui mercati finanziari, si allontana il timore di un crollo dell'euro e il saldo Target gradualmente si riduce fino a raggiungere i 130 miliardi nella metà nel luglio 2014. A quel punto, cambia il mix di politica monetaria. Si riducono ancora i tassi ufficiali. Si assottiglia lo spread tra la remunerazione dei depositi (oggi uguale allo 0,40 per cento negativo) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento illimitato alle banche (oggi uguale a zero).

Soprattutto, ha inizio il programma di acquisto di titoli privati e pubblici, altrimenti detto Quantitative easing, effettuati dalle banche centrali nazionali e in parte dalla Bce.

Figura 1



Il Qe fa crescere la liquidità delle banche per il valore dei titoli venduti (figura 2).

Contemporaneamente, i saldi Target si allargano di nuovo, ma le cause appaiono ben diverse da quelle del 2011-2012.

Le banche centrali nazionali ([More Target2 divergence: This time is different](#)) effettuano i propri acquisti prevalentemente sulle piazze finanziarie internazionali come Londra (che non ha accesso al Target), dove le controparti “accedono al sistema di pagamento Target2 soprattutto tramite la Deutsche Bundesbank”. Dunque, se Bce, Bundesbank e Banca d’Italia acquistano una quota importante di titoli da fondi e banche londinesi attraverso le banche tedesche (o lussemburghesi), cresce il credito sul saldo Target della Bundesbank e cresce il debito sul saldo della Bce e della Banca d’Italia. Questo contribuisce a spiegare gran parte del saldo Bundesbank (+754 miliardi a novembre 2016) e della Banca d’Italia (-355 miliardi), entrambi destinati a crescere ancora col Qe. A ciò si aggiunga il fatto che l’eccesso di liquidità delle banche tedesche non viene prestato in Italia (o in Spagna) per due motivi. La liquidità, questa volta, è più ampia del fabbisogno perché cresce con gli acquisti delle banche centrali nazionali, non perché è sollecitata (come nel 2011-12) dal

crescente fabbisogno delle banche nella cosiddetta “periferia”. E lo spread assottigliato tra rifinanziamento e mercato interbancario (unito agli effetti del requisito di copertura della liquidità) non dà alle banche con ampia liquidità incentivi sufficienti a offrirla sul mercato.

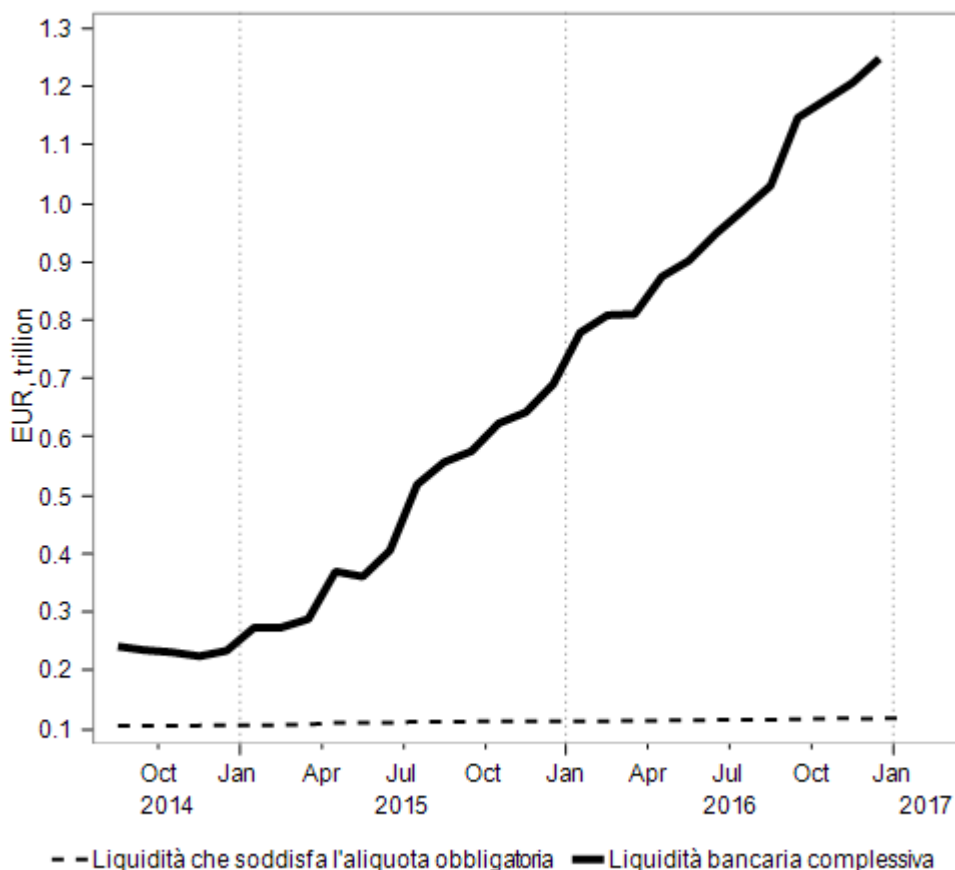
Ma gli acquisti della Banca d'Italia dall'estero nascondono una fuga dal debito italiano? Lo spread Btp-Bund, che è rimasto sostanzialmente stabile nonostante le molte incertezze politiche, dice di no. E sulla base dei flussi cumulati della bilancia dei pagamenti [la Banca d'Italia rileva](#) che “non vi sono significativi disinvestimenti da titoli pubblici italiani da parte di non residenti” aggiungendo un altro tassello alla spiegazione del saldo Target: i crescenti acquisti di fondi comuni e titoli esteri da parte delle famiglie e delle banche italiane.

Che tipo di debito è un saldo Target negativo?

Il saldo della Banca d'Italia indica la creazione di moneta della banca centrale finita in altri paesi dell'euro. Non è un debito del governo, né delle banche italiane, né, evidentemente, è un debito che la nostra banca centrale dovrà eventualmente saldare (così come non deve “rimborsare” le banconote emesse), almeno finché la Banca d'Italia è parte dell'Eurosistema. I saldi potrebbero diventare oggetto di disputa esclusivamente nel caso di una vera e propria secessione di un paese. Poiché non esiste (come è comprensibile in un'unione monetaria) una procedura di uscita dall'euro, è difficile fare previsioni su un evento che potrebbe sfociare in un aspro scontro internazionale. E comunque, dovesse l'Italia secedere dall'euro, i problemi sarebbero ben più complessi di quelli legati al rimborso dei saldi Target. Alla domanda di come i saldi sarebbero regolati, Draghi ha dato una risposta formalmente corretta: andrebbero regolati integralmente. Ma come? Nessuno lo sa.

Figura 2

Liquidità bancaria: Effetti del Quantitative Easing



Source: **Macrobond**



Andrea Terzi

Andrea Terzi si è laureato in economia politica presso l'Università Bocconi di Milano e ha conseguito il Ph.D in economics presso Rutgers University. È professore di economia nella Franklin University Switzerland, ricercatore associato del Levy Economics Institute del Bard College (NY), e insegna Economia Monetaria nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. È autore di *La Moneta (Farsi un'idea, il Mulino, 2002)* e *Salviamo l'Europa dall'austerità (2014, Vita e Pensiero)*. È coautore e coeditore di *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag? (Palgrave Macmillan, 2007)*.