

alla luce del sole. IL DIBATTITO ACCADEMICO LANCIATO DA LUIGI ZINGALES

La sovranità monetaria? Resterà una chimera

La via per ripagare il debito è crescere e mantenere fede agli impegni

Tra i potenziali benefici di un ritorno alla lira c'è il recupero della sovranità monetaria. Nel dibattito economico è diffusa l'idea che tale recupero allenterebbe i vincoli di finanza pubblica consentendo di fronteggiare l'onere dell'elevato debito pubblico, ed eventuali nuove spese, stampando moneta, possibilità preclusa dai trattati che regolano l'euro. Purtroppo, pensare che questa mossa sia un miracoloso toccasana è largamente illusorio: la monetizzazione è una forma di sostanziale ripudio del debito e con esso condivide gran parte dei costi.

Il default

In caso di default lo Stato annuncia ai creditori che pagherà solamente una parte dei propri debiti, come in Grecia nel 2012 o Portorico nel 2016. Questa decisione comporta una redistribuzione di risorse dai detentori del debito pubblico allo Stato. I detentori del debito italiano sono le banche e gli altri intermediari finanziari italiani (circa il 35%), le famiglie italiane (circa il 13%), gli investitori esteri (circa il 30%), Bce e Banca d'Italia (un altro 10%). Ripudiare il debito significa infliggere consistenti perdite in conto capitale a questi soggetti, con conseguenze gravi per tutta l'economia italiana ed europea. Ripudiare il debito non vuol dire far pagare il conto allo zio americano: al momento, meno di un terzo del nostro debito è detenuto da investitori esteri. Significa invece impoverire una grande parte dell'economia italiana, specificamente le famiglie e le banche. E anche le banche, in ultima istanza, sono parte integrante del risparmio dalle famiglie italiane, in quanto è presso di loro che le famiglie detengono la propria ricchezza finanziaria.

Oltre a redistribuire ricchezza un default dello Stato ha di norma conseguenze pesanti sul Pil: il sistema finanziario collassa perché le banche si ritrovano un patrimonio netto negativo. Utilizzando i dati relativi a 63 episodi di crisi finanziarie in Paesi avanzati, Reinhart e Rogoff trovano che il Pil pro capite della nazione che ripudia il debito scende mediamente del 10% e che si impiegano quasi 8 anni per ritornare al livello pre-crisi (1). Il perché è facile da capire: un'economia che si ritrovi improvvisamente senza intermediari finanziari, e con il risparmio privato fortemente ridotto, non ha risorse per finanziare non solo le attività d'impresa, ma nemmeno le comuni operazioni di pagamento essenziali al commercio.

Monetizzazione

Monetizzare il debito vorrebbe dire ripagare il debito in scadenza, o riacquistare una parte di quello detenuto dai risparmiatori, stampando moneta. Si noti che nemmeno riacquistando la sovranità monetaria ci riappropriremmo completamente della possibilità di monetizzare il debito, in quanto per quasi la metà esso è soggetto alle clausole di salvaguardia che ostacolano una ridenominazione in una nuova valuta. Come argomentato da Hal Scott in queste colonne (2), le clausole di salvaguardia, adottate dall'Italia (e dagli altri Paesi europei) proprio per fornire garanzie sul rischio ridenominazione e beneficiare di tassi più bassi all'emissione, aprono scenari inediti. Pur non essendo certo che queste impedirebbero la ridenominazione del debito, sicuramente darebbero ai creditori esteri un forte potere negoziale nel processo di uscita dall'euro. Inoltre il rischio di dover ripagare una parte del debito con una moneta svalutata non è una bella prospettiva per il cittadino italiano.

Ma quanto meno potremmo monetizzare il debito non soggetto alle clausole di salvaguardia senza grossi problemi giuridici. Aiuterebbe? Nell'ipotesi estrema di una monetizzazione completa ciò porterebbe nel giro di circa 3 anni ad immettere nel sistema nuova moneta pari a circa il 60% del Pil, aumentando di circa 6 volte gli strumenti di pagamento liquidi del Paese, quindi con un tasso di crescita della moneta intorno al 180% all'anno. Ci sono pochi dubbi che questo enorme aumento della massa monetaria condurrebbe a un proporzionale aumento dei prezzi. La storia, anche quella italiana recente, mostra che tassi di crescita della massa monetaria elevati e continuati nel tempo si tramutano in uguali tassi di inflazione. Alternativamente, si potrebbe ipotizzare una monetizzazione parziale: tassi di inflazione vicini alle due cifre per un decennio contribuirebbero a ridurre il valore reale del debito pubblico. Il punto è che una riduzione sostanziale del valore del debito attraverso la monetizzazione avrebbe effetti sull'economia simili a quelli di un default: forti perdite in conto capitale per tutti i detentori di debito pubblico. Il motivo è semplice: stampando moneta lo Stato fa crescere il livello dei prezzi riducendo il potere d'acquisto dei cittadini. Da un punto di vista economico ciò ha le stesse conseguenze di un default: riduce la ricchezza dei creditori, innesca

GRANDE INCERTEZZA

Nella malaugurata ipotesi di interventi straordinari, non ci sono scappatoie indolori: da default e monetizzazione una nuova, lunga recessione

una crisi finanziaria e un conseguente prolungato periodo di stagnazione.

I consistenti acquisti di debito pubblico italiano (e non solo) effettuati nell'ambito del Qe, così come quelli recenti della Fed e della Banca del Giappone, potrebbero far pensare che la monetizzazione del debito pubblico non causi necessariamente inflazione. È bene osservare che tali acquisti sono avvenuti in presenza di un'accresciuta domanda di liquidità di banche e famiglie, desiderose di posizionare i propri risparmi su attività meno rischiose in presenza di tassi di interesse bassi o negativi. Un ingrediente cruciale del successo di queste politiche è dato dalla credibilità anti-inflazionistica delle banche centrali che le hanno messe in atto: i mercati si attendono che queste politiche saranno neutralizzate una volta che l'economia esca dalla "trappola di liquidità". È assai improbabile che l'Italia fuori dall'euro godrebbe della stessa credibilità, visto che ne uscirebbe proprio per poter finanziare spesa pubblica stampando moneta sistematicamente. L'analisi storica ci insegna che proprio questa ricetta ha causato i più grandi disastri monetari della storia, dall'iperinflazione della repubblica di Weimar a quelle recenti di Venezuela e Zimbabwe(3).

Al di là di una fondamentale similitudine vi sono anche delle differenze tra la monetizzazione e il default. Mentre il default colpisce in prima battuta solo i titolari di debito pubblico, un tasso d'inflazione elevato influenza una platea più vasta di cittadini. L'inflazione modifica il valore di tutti i contratti di debito stipulati in termini nominali, inclusi quelli fra privati, trasferendo ricchezza dai creditori ai debitori. Anche se l'idea di vedere il valore del proprio mutuo (a tasso fisso) ridotto dall'inflazione può apparire attraente, in pratica la riallocazione di risorse che ne deriva costituisce uno shock molto forte per l'economia, che acuisce le conseguenze discusse sopra per il default sul debito pubblico. Bisogna inoltre considerare che, in mancanza di un meccanismo di indicizzazione dei redditi, l'inflazione attacca direttamente tutti i percettori di redditi fissi (lavoratori dipendenti e pensionati, ad esempio). È per questi motivi che, in generale, l'inflazione ha costi sociali notevoli e pochi hanno nostalgia dell'alta inflazione che sperimentammo in Italia negli anni settanta e ottanta. Un'ultima differenza è che il default darebbe corso a controversie legali, mentre la monetizzazione no, in quanto il debito è una promessa nominale, che verrebbe formalmente rispettata stampando moneta (almeno per la parte di debito pubblico non coperta dalle clausole di salvaguardia).

Non esistono scappatoie indolori

La strada maestra per ripagare il debito è riprendere a crescere e mantenere fede agli impegni. Nella malaugurata ipotesi che servano interventi straordinari, non esistono purtroppo scappatoie indolori. Sia il default che la monetizzazione causerebbero una nuova lunga recessione. Noi riteniamo che un default parziale sarebbe comunque meno traumatico per la nostra economia di un'uscita dall'euro con monetizzazione del debito. Ma la grande incertezza che circonda entrambe le alternative rende molto difficile dire quale strada sarebbe la meno peggio.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Riferimenti bibliografici

Si vedano Reinhart e Rogoff "*Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes*", AEA papers and

Proceedings (2014) per le fonti ed i dati, e il capitolo "Domestic and external default" del volume *This time is different*, degli stessi autori

Hal Scott, "Il nodo irrisolto del debito con l'estero", pubblicato sul Sole 24 Ore del 18/5/2017 e disponibile nel dossier online «Alla luce del Sole»

Thomas J Sargent, "*The ends of four big inflations*", Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981, working pa per n. 158

<https://www.minneapolisfed.org/research/wp/wp158.pdf>

Francesco Lippi

Fabiano Schivardi