



© ISTOCK - MONSIEUR

L'EuroeCoin: una moneta digitale europea?

Se posta fermamente sotto il controllo della BCE, potrebbe consentire una politica monetaria più flessibile e differenziata

di Donato Masciandaro

La Banca Centrale Europea (BCE) potrebbe emettere direttamente moneta elettronica; battezziamola EuroeCoin. Esiste un rischio concreto che la politica monetaria rimanga ancora impantanata, o cada nuovamente, nello stagno dei tassi di interesse a livello zero. Una possibile via di uscita è che le banche centrali prendano con decisione la strada della moneta elettronica pubblica. Ma c'è un rischio: l'ingresso delle banche centrali nel perimetro delle nuove tecnologie di pagamento al fine di migliorare il

controllo monetario potrebbe causare conseguenze inattese e indesiderate sul fronte della stabilità bancaria. Inoltre vi sono almeno due grandi incognite: gli interessi delle banche e la miopia della politica.

L'azione delle banche centrali

Negli ultimi tempi la popolarità dei banchieri centrali non sembra essere propriamente in crescita. Dal 2008 a oggi ai banchieri centrali è stato dato atto di aver affrontato al meglio i rischi di una grave deflagrazione della crisi finanziaria. Di fronte a una profonda caduta dei valori delle attività finanziarie, la poli-

tica monetaria non ha ripetuto l'errore compiuto negli anni Trenta: all'epoca, di fronte a una generalizzata impennata dell'avversione al rischio, e quindi della domanda della liquidità, i banchieri centrali decisero che tale domanda non andasse soddisfatta, per non danneggiare quella che allora era l'ancora della stabilità: la convertibilità della moneta cartacea con l'oro. Il rimedio fu peggiore del male: crisi finanziaria e recessione economica si intrecciarono e aggravarono, e alla fine crollò anche l'ancora della convertibilità.

In questi anni è stato diverso: la politica monetaria ha soddisfatto

© Egga SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

abbondantemente la sete di liquidità; l'avvitamento irreversibile tra crisi finanziaria e recessione è stato evitato. Ma c'è un però: era diffusa l'attesa che l'eccezionale crescita della liquidità producesse progressivamente una regolare ripresa dell'economia, in cui la crescita reale va a braccetto con una normalizzazione della dinamica dei prezzi. Questo non è avvenuto. E allora sta riprendendo il dibattito tra «falchi» e «colombe» su quale sia la strada migliore per normalizzare l'azione delle banche centrali dopo lo straordinario – nel senso letterale del termine – decennio di una politica monetaria eccezionalmente espansiva, fatta di tassi – effettivi e annunciati – nulli o addirittura negativi, intrecciati ad acquisti massicci sui mercati finanziari di obbligazioni di ogni tipo: a breve come a lungo termine, pubbliche come private.

La relazione inaspettatamente debole tra espansione monetaria e ripresa regolare dei prezzi vede appunto due tesi contrapposte. Da un lato, ci sono le «colombe»: la debolezza è figlia di ritardi e frizioni nel ritorno alla normalità delle azioni di consumatori, imprese e banche. Occorre tempo; quindi di riflesso ogni accelerazione nella parallela normalizzazione monetaria – leggi: tassi positivi e spegnimento dell'attivismo sui mercati dei titoli – potrebbe essere controproducente. Dall'altro lato ci sono i «falchi», che rovesciano il nesso tra causa ed effetto: finché la politica monetaria ritarderà la normalizzazione, continuerà a rovesciare benzina sul fuoco dell'avversione al rischio, diventando co-responsabile – non vittima – dell'anemia economica.

«Falchi» e «colombe» peraltro devono fare i conti con un rischio: che i tassi di interesse nominali ven-

gano zavorrati verso lo zero, o che rischino di ritornarci presto, a causa dei rendimenti reali delle attività produttive meno esuberanti che in passato. Come si affronta un tale rischio? Come evitare che le difficoltà della politica monetaria di affrontare situazioni con tassi di rendimento minimo siano esse stesse un catalizzatore di tale situazione?

I tassi di interesse negativi

Partiamo dai fatti, che sono i seguenti. La ripresa economica sembra essersi consolidata anche nell'Unione Europea, e sui mercati reali e finanziari ci si interroga sul profilo futuro dei tassi di interesse. Quasi tutti i Paesi industrializzati – Europa e Stati Uniti in testa – stan-

forzare l'azione espansiva delle banche centrali in una situazione di trappola della liquidità. La trappola della liquidità si verifica quando vi è una diffusa avversione al rischio. Se l'avversione al rischio colpisce anche le banche, la banca centrale può vedere vanificata la sua politica monetaria espansiva, messa in atto attraverso l'acquisto di titoli – pubblici e privati – sui mercati finanziari. Poiché tali titoli sono di solito venduti dalle banche, i portafogli di queste ultime si riempiono di liquidità; ma se i banchieri sono avversi al rischio, la liquidità non è impiegata nell'economia, rimane immobile nei depositi che le banche hanno presso la banca centrale. La contro-

mostra dei banchieri centrali è allora definire tassi negativi su tali depositi, creando un costo, in modo da disincentivare le banche dall'immobilismo. Le stime finora disponibili ci dicono che le NIRP sono state un buon antidoto al rischio di accidia bancaria.

Ma come ogni medicina, anche le NIRP presentano delle incognite. In primo luogo, può emergere un costo per l'economia finanziaria, nella misura in cui le NIRP riducono la profittabilità bancaria, che a sua volta può creare tensioni in termini di stabilità di singole banche, o del sistema bancario nel suo complesso. In secondo luogo, e di conseguenza, possono emergere costi anche per l'economia reale, nella misura in cui le banche, proprio per reagire alla minaccia sulla profittabilità, traslano i costi delle NIRP sui propri clienti, in termini di minore remunerazione del risparmio ovvero di maggiori costi dell'indebitamento di famiglie e imprese. Finora e in generale tali costi non sono emersi.

Ma qual è il futuro? Le NIRP saranno un episodio isolato, che ha ca-

Moneta digitale
Strumenti di pagamento
BCE EuroeCoin Moneta bancaria
Contante Moneta elettronica
Tassi di interesse Bitcoin Trasparenza

no ancora vivendo l'esperienza fuori dal comune di tassi di interesse a zero o negativi per un certo numero di mesi, se non di anni. A partire dal gennaio 2012 ben sette banche centrali – la BCE, nonché gli istituti di emissione di Giappone, Svizzera, Svezia, Danimarca, Ungheria e Bulgaria – hanno adottato la politica dei tassi di interesse negativi (NIRP). Con quali effetti? Ricordando che l'esperienza NIRP è ancora in corso – dunque ogni bilancio è preliminare e incompleto – si possono finora identificare complessivamente solo aspetti positivi e mancati rischi.

Il principale aspetto positivo è legato al contributo che le NIRP sembrano aver dato all'efficacia della politica monetaria. Le NIRP sono state introdotte con l'obiettivo di rin-

ratterizzato il decennio della Grande Crisi? Sarà improbabile, se è vera la previsione per cui i Paesi industrializzati sono entrati in una fase di moderata crescita della produttività e dell'inflazione. Ma anche a prescindere da tale previsione, se si vuole un progresso nella gestione del sistema dei pagamenti, allora occorre andare verso delle economie in cui detenere contanti abbia un costo. Perché il vero limite della politica monetaria è che oggi l'unica moneta pubblica disponibile è il contante.

Contante, Bitcoin e moneta elettronica pubblica

Immaginiamo invece un scenario radicalmente diverso: la BCE consente a tutti noi di avere un conto corrente – per il deposito, non per il credito – presso di sé, emettendo moneta elettronica. In altri termini, la BCE emette delle carte prepagate. È essenziale che la BCE crei una linea esclusivamente di debito, non di credito. Il credito della BCE deve rimanere riservato alle banche, in quando il processo di affidamento di credito presuppone capacità

e conoscenze – e relativa assunzione del rischio – che è impensabile estendere a tutti i cittadini. In altri termini, emettere moneta digitale non deve significare diventare una banca di Stato, stile sovietico.

Il contante dovrebbe ovviamente continuare a essere emesso, ma solo in biglietti di piccolo taglio. Inoltre, se ci si ponesse come obiettivo anche la progressiva riduzione dell'uso del contante, dovrebbero essere penalizzati i trasferimenti da moneta digitale a moneta cartacea, con una penalizzazione crescente al cre-

scere degli importi e/o della frequenza di tali trasferimenti.

Come il contante, anche la moneta digitale sarebbe il mezzo di pagamento ufficiale, vale a dire l'unico a poter essere legalmente accettato in tutti gli scambi economici. La moneta pubblica digitale sarebbe ovviamente radicalmente differente dai pagamenti digitali privati oggi esistenti, appartenenti alle due famiglie della moneta bancaria e della moneta non bancaria. La differenza tra pagamenti bancari e non bancari dipende dalla fisionomia giuridi-

stante il potere di acquisto di chi la detiene. Il potere di acquisto di una moneta può essere intaccato da tre rischi: il rischio di liquidità (non si riesce a scambiarla con altri beni e servizi), il rischio deprezzamento (il suo valore, relativamente agli altri beni e servizi, è incerto) e il rischio insolvenza (il debito che essa rappresenta non è onorato da nessuno). In più ogni moneta è caratterizzata da un rischio trasparenza, che dipende da quante informazioni trasmette su chi la usa; il rischio trasparenza, per essere con-

creti, è oggi minimo nel caso del contante e dei Bitcoin. Dunque per un cittadino la scelta di una forma di moneta rispetto a un'altra dipenderà dalle sue preferenze rispetto alle diverse fonti di rischio. Per esempio, chi non sopporta i rischi della trasparenza sono quei soggetti che violano le leggi – da quelle sulla tassazione a quelle sul crimine – e che oggi tendono a preferire i contanti o i Bitcoin; soprattutto per queste ragioni l'introduzione della moneta pubblica virtuale dovrebbe essere accompagnata – come sottolineato in precedenza – da penalizzazio-



Il rischio trasparenza è oggi minimo nel caso del contante e dei Bitcoin

ni di chi li emette. Ricordando che la moneta è un debito che qualcuno emette, l'emittente può essere formalmente autorizzato a farlo – le banche – oppure è un soggetto privato le cui passività vengono accettate negli scambi; si pensi alle monete private gestite da imprese o organizzazioni non bancarie – inclusi i cosiddetti Bitcoin.

Ogni forma di moneta digitale – pubblica o privata – è tanto più efficace – cioè tanto più diffusa come mezzo di scambio – tanto più assolve al compito di mantenere co-

ni dei trasferimenti verso le monete che garantiscono maggiori livelli di anonimato.

Rispetto a tali rischi, la moneta pubblica elettronica avrebbe se confrontata col contante lo stesso rischio liquidità e insolvenza, ma un minore rischio deprezzamento e un più alto rischio trasparenza; rispetto alla moneta bancaria, lo stesso rischio trasparenza, e minori rischi di liquidità e di insolvenza, mentre il rischio deprezzamento dipenderebbe dai rendimenti relativi (la moneta bancaria, per essere appetibile,

dovrebbe quindi offrire rendimenti più alti). Rispetto ai Bitcoin, la moneta pubblica elettronica avrebbe verosimilmente meno rischio liquidità e meno rischio insolvenza, un maggiore rischio trasparenza, nonché un minor rischio deprezzamento (sulla base della volatilità mostrata finora dai prezzi delle valute virtuali).

I Bitcoin sono peraltro diversi dalle tradizionali monete-merci, come l'oro. La moneta-merce ha un suo valore intrinseco, dato dal fatto che può essere direttamente utilizzata in alcuni processi produttivi (per l'oro, si pensi al suo uso industriale, o nel settore orafa); il Bitcoin non ha un valore intrinseco, se non quello di poter essere usato come mezzo di pagamento. Di riflesso, il rischio insolvenza del Bitcoin è, a parità di altre condizioni, più alto di quello dell'oro. Detto in altri termini, l'oro è un'attività reale utilizzata come attività finanziaria, mentre il Bitcoin è un'attività meramente finanziaria, con la peculiarità che mentre per le altre attività finanziarie esiste un responsabile della loro emissione – pubblico o privato –, negli scambi con Bitcoin in caso di default l'individuazione del garante dello scambio è massimamente incerta. Rispetto invece agli altri rischi (liquidità, deprezzamento e trasparenza) il confronto tra Bitcoin e oro dipende in modo cruciale dalle modalità di definizione ed esecuzione delle singole operazioni.

La strada verso l'EuroeCoin

Va sottolineato che l'idea di emettere moneta elettronica non è il frutto della fantasia di chi scrive: le banche centrali di almeno quattro Paesi – Cina, Regno Unito, Norvegia e Svezia – stanno prendendo – a livelli diversi di ufficialità e approfondimento – in considerazione tale ipotesi.

In tempi normali, finirebbe il monopolio della moneta elettronica legale da parte delle banche, e si offrirebbe uno strumento alternativo a chi cerca oggi la moneta elettronica informale – i Bitcoin – per ragioni diverse dalla preferenza per l'anonimato, che – detto per inciso – spesso è molto forte in chi ha commesso un reato, dall'evasione fiscale in giù. Tutti i conti correnti dovrebbero essere lievemente remunerati, a differenza del contante. Ciascun cittadino potrebbe scegliere la composizione della sua liquidità tra contante, EuroeCoin e moneta bancaria privata, a seconda delle sue abitudini e convenienze. La politica monetaria diventerebbe meno dipendente dai comportamenti delle banche, mentre i cittadini avrebbero più libertà di scelta.

In tempi straordinari, il tasso sulla moneta elettronica salirebbe o scenderebbe a seconda delle necessità della politica monetaria. Per tener conto degli aspetti distributivi, la BCE potrebbe attuare politiche differenziate a seconda del titolare del conto, tutelando – come accade oggi per le assicurazioni dei deposti

ti e le risoluzioni bancarie – il piccolo risparmio.

Certo dalla situazione attuale allo scenario EuroeCoin non si arriva da un giorno all'altro. Occorre un'evoluzione, non una rivoluzione. Ma soprattutto, occorre capire subito chi sono i possibili avversari della moneta pubblica elettronica. Sicuramente le banche potrebbero opporsi. Ai politici invece dovrebbe piacere. Per ragioni nobili: sia ai partiti tradizionali sia ai nuovi movimenti una maggiore libertà individuale dovrebbe essere gradita.

Ma anche per ragioni meno nobili: se la moneta elettronica venisse sottratta al controllo indipendente della banca centrale, diverrebbe una comoda tassa occulta per aggirare la disciplina dei conti pubblici. Esempi concreti: le proposte di moneta parallela che – in Italia come in Estonia – stanno fiorendo in questi mesi. Dal punto di vista del singolo cittadino, infatti, non si comprende per quale ragione dovrebbe essere emessa una moneta nazionale parallela all'emissione dell'Euro, che è la moneta pubblica, già esistendo peraltro le monete private bancarie e non bancarie. L'unico motivo è l'interesse della politica di aggirare le regole monetarie che l'Europa si è data. Purtroppo.■

Esplora **e&m** PLUS su
www.economiaemanagement.it



Donato Masciandaro

è professore di Economia Politica all'Università Bocconi con cattedra di Economia della Regolamentazione Finanziaria, nonché Direttore del Dipartimento di Economia e Presidente del Centro Baffi Carefin nella stessa Università. Laureato in Discipline Economiche e Sociali presso l'Università Bocconi, è stato Visiting Student presso la London School of Economics. Ha svolto attività di ricerca per l'FMI, l'Inter-American Development Bank, l'ONU. Attualmente svolge attività di ricerca per la World Bank. È editorialista del *Sole 24 Ore*. La sua ricerca riguarda l'economia monetaria, l'economia della regolamentazione finanziaria, l'economia dei mercati finanziari illegali.

donato.masciandaro@unibocconi.it