

Pensare la macroeconomia

Storia, dibattiti, prospettive

Sebastiano Nerozzi
Giorgio Ricchiuti



8.1 Diversi banchieri centrali: BCE vs FED**8.2 Un nuovo strumento di politica monetaria: il quantitative easing****8.3 Il QE dal vivo: esperienze in alcuni paesi****8.4 Sulla dematerializzazione della moneta: un cambiamento istituzionale rilevante**

La politica monetaria nel XXI secolo

La risposta che la BCE ha dato alle sfide eccezionali emerse durante la crisi ha preservato l'integrità della moneta nell'area dell'euro. La stabilità monetaria è però una condizione solo necessaria per la prosperità dell'economia.

È stata rivolta così tanta attenzione al nostro impegno per una moneta solida che, parafrasando Galbraith, si è pensato troppo poco ad altre cose. Dobbiamo ora guardare avanti, muovendo dalla stabilità per avanzare verso la prosperità. Abbiamo bisogno di un nuovo patto che impedisca il riemergere delle sfide appena affrontate e che, soprattutto, rafforzi l'architettura costituzionale dell'area dell'euro.

Mario Draghi¹

La crisi economica del 2008-2010 è iniziata negli Stati Uniti, come crisi del sistema finanziario. La sua sistematicità e pervasività ha inciso notevolmente sulla capacità delle banche centrali di controllare l'andamento del sistema finanziario ed economico. In particolare i tradizionali strumenti di politica monetaria – tasso di sconto, rapporto di riserve e operazioni sul mercato aperto – si sono rivelati inefficaci. Ciò ha riguardato in primo luogo il tasso ufficiale di sconto, che è stato portato velocemente a un valore prossimo allo zero.

L'inefficacia degli strumenti tradizionali ha spinto le banche centrali, con la Federal Reserve americana in te-

¹ Discorso tenuto all'Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 11 ottobre 2019.

sta, ad adottare un nuovo strumento: il *quantitative easing* (QE). Prima di discutere del come e perché si è arrivati al QE e in che modalità è stato adottato da alcune banche centrali, vogliamo soffermarci sulle differenze istituzionali fra la Federal Reserve (FED) e la Banca Centrale Europea (BCE).

L'emergere di strumenti non convenzionali non è l'unica novità per le istituzioni monetarie. Le nuove tecnologie hanno accelerato il processo di dematerializzazione delle moneta e la nascita delle cosiddette cripto valute. Ne parliamo nell'ultima parte del capitolo.

8.1 Diversi banchieri centrali: BCE vs FED

La Banca centrale (BC) è l'istituzione a cui è affidato il triplice compito di regolare l'offerta di moneta, garantire l'efficienza del sistema dei pagamenti e assicurare la stabilità del sistema finanziario in generale e bancario in particolare. Tuttavia nei manuali ci riferiamo sempre a una generica BC, senza discutere le evidenti differenze fra istituzioni nate in contesti ed epoche diverse, che si ripercuotono sulla loro operatività e sull'efficacia degli strumenti che adottano.

Se consideriamo anche solamente la "data di nascita" della carta di identità delle principali banche europee, possiamo vedere come la Banca di Inghilterra sia la più antica, istituita nel 1694 per far fronte alla necessità di raccogliere fondi per la guerra dei nove anni contro la Francia. La Francia stessa all'epoca non era dotata di una propria Banca centrale, che per essere istituita dovrà aspettare l'insediamento di Napoleone nel gennaio del 1800. La Banca d'Italia è la più recente, essendo nata nel 1893.

La BCE

La BCE, poco più che ventenne e con una valenza istituzionale che travalica il ruolo di autorità monetaria, è uno dei pilastri del disegno della nuova Unione Europea. La BCE, infatti, viene istituita con l'approvazione del trattato di Maastricht del febbraio 1992. In realtà la BCE ha sostituito l'Istituto monetario europeo dal primo giugno 1998, diventando operativa con l'avvio dell'Unione Monetaria Europea (UME) e l'introduzione dell'euro il primo gennaio 1999. Il trattato di Maastricht ha istituito il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), elemento essenziale dell'architettura istituzionale dell'UE, che comprende sia la BCE che le banche centrali nazionali di tutti i paesi membri dell'UE. È rilevante notare come all'interno dell'SEBC non ci siano solo i paesi coinvolti nell'UME ma anche quelli che non hanno ancora adottato l'euro, in quanto mantengono la loro moneta nazionale, e quindi una politica moneta-

ria autonoma. T
possono parteci
dell'eurozona.

La governan
Comitato esecu
governo della B
carica per otto
vicepresidente.
e della BCE in
«persone di ric
settore moneta
dell'eurosistem
tato esecutivo
Consiglio euro
tutti i paesi. Il
all'interno del
posto dai sei m
le banche cent
tato esecutivo
strategiche dis
dà le necessar
ha la delega s
sistema finan
presidente (g
mitato esecuti
nato dal Cons
rimane in cari
una regola no
personalità d
senberg sono
Mario Draghi
e al suo posto
Fondo Monet

Le decisio
Consiglio dir
cutivo e dai g
Tutte le decis
gni definiti c
BCE afferma
pali tassi di i
di di politica

L'oggetto
definiti dai tr
del SEBC è i

ria autonoma. Tuttavia, solo le banche dei paesi aderenti all'UME possono partecipare alle decisioni in merito alla politica monetaria dell'eurozona.

La *governance* della BCE è affidata a due organi principali: il Comitato esecutivo e il Consiglio direttivo. Il primo è l'organo di governo della BCE ed è composto da sei membri che rimangono in carica per otto anni, tra i quali vengono nominati il presidente e il vicepresidente. L'articolo 11 del Protocollo sullo statuto dell'SEBC e della BCE impone che i membri del Comitato esecutivo siano «persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario», con nazionalità di uno dei paesi dell'eurosistema (i paesi che adottano l'euro). I membri del Comitato esecutivo vengono nominati a maggioranza qualificata dal Consiglio europeo, che comprende i capi di Stato e di governo di tutti i paesi. Il secondo, il Consiglio direttivo, è invece l'organo all'interno del quale vengono prese le decisioni della BCE. È composto dai sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali nazionali dei paesi dell'area dell'euro. Il Comitato esecutivo porta avanti la politica monetaria, seguendo le linee strategiche disegnate dal Consiglio direttivo: prepara gli incontri e dà le necessarie istruzioni operative alle banche nazionali. Infine, ha la delega sulla normativa in materia di regolamentazione del sistema finanziario europeo. Infine, un ruolo centrale è svolto dal presidente (governatore) della BCE, che ha la presidenza del Comitato esecutivo e del Consiglio direttivo. Il governatore è nominato dal Consiglio europeo, insieme ai vicepresidenti della BCE, rimane in carica per 8 anni, e non può essere rinominato. Secondo una regola non scritta e fino ad ora rispettata, non viene scelto fra personalità di nazionalità tedesca. Infatti, all'olandese Win Duisenberg sono succeduti il francese Jean-Claude Trichet e l'italiano Mario Draghi. Quest'ultimo ha lasciato la carica nell'ottobre 2019 e al suo posto è stata nominata Christine Lagarde, ex direttrice del Fondo Monetario Internazionale.

Le decisioni strategiche di politica monetaria spettano quindi al Consiglio direttivo, organo composto dai membri del Comitato esecutivo e dai governatori di tutte le banche centrali dell'eurosistema. Tutte le decisioni devono essere in linea con gli obiettivi e gli impegni definiti dai trattati. L'articolo 12.1 del trattato istitutivo della BCE afferma che l'oggetto delle linee strategiche riguarda i principali tassi di interesse, l'offerta di riserve e tutti gli obiettivi intermedi di politica monetaria.

L'oggetto e gli obiettivi della politica monetaria sono chiaramente definiti dai trattati istitutivi. In particolare, «[...] l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'o-

**La governance
della BCE**

Gli obiettivi della BCE

obiettivo della stabilità dei prezzi, esso sostiene le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2 del trattato [...]». Nel 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi come un tasso di inflazione a medio termine inferiore al 2% e nel 2003 ha ulteriormente chiarito l'intenzione di mantenere tale tasso su livelli inferiori ma prossimi al 2%. E questo in armonia con l'articolo 2 del trattato di Maastricht, il quale sottolinea che il principale obiettivo dell'Unione è quello di realizzare «[...] una crescita sostenibile, *non inflazionistica* e che rispetti l'ambiente, un elevato grado di convergenza dei risultati economici, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita, la coesione economica e sociale e la solidarietà tra gli Stati membri». Infine, la BCE è responsabile per la supervisione delle istituzioni finanziarie dell'eurosistema e, per questa via, contribuisce alla stabilità del sistema finanziario di tutta l'UE.

La FED

Se dall'Europa ci spostiamo oltre oceano, ha compiuto da poco i primi cento anni di vita una delle più influenti istituzioni monetarie mondiali: la statunitense Federal Reserve Bank, o più semplicemente FED. È stata infatti istituita dal congresso degli Stati Uniti nel 1913 con il *Federal Reserve Act*. La FED ha autonomia completa dal congresso; deve presentare dei report periodici sulle principali attività e sull'andamento dell'economia, ma la sua attività non necessita dell'approvazione del congresso. Inoltre, la FED ha piena autonomia finanziaria: per mantenersi indipendente usa infatti i guadagni derivanti dalle operazioni svolte.

I tre pilastri della FED

La sua struttura istituzionale è composta da tre elementi centrali: il Consiglio dei governatori, le 12 banche distrettuali e il Federal Open Market Committee (FOMC). Il Consiglio dei governatori si riunisce a Washington D.C. I suoi sette membri vengono scelti dal presidente degli Stati Uniti con l'approvazione del Senato americano, ma il loro mandato, per garantire l'imparzialità, è più lungo di quello del presidente: rimangono in carica per 14 anni. Sia il presidente sia il vice-presidente vengono indicati dal presidente degli Stati Uniti, con l'approvazione del Senato, e hanno un mandato di quattro anni (rinnovabile). Al momento il governatore è Jerome Powell, nominato dal presidente Trump nel 2018. Il Consiglio stabilisce sia i livelli obbligatori di riserva che il tasso ufficiale di sconto. Inoltre, supervisiona le attività delle banche federali regionali.

Le dodici banche regionali hanno la loro sede principale a Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas, San Francisco. E controllano 12 distretti regionali, generalmente non sovrapponibili a Stati. Ogni banca regionale è governata da un consiglio composto da

9 direttori che, vrantende alle proprio distrett la formulazione sono nominati altri sei vengono scelgono fra di

Terzo pilastro comitato si incontrano fanno parte i presidenti delle banche della FED di New York e delle banche del sistema. Devono partecipare a tutte le decisioni che ha la responsabilità di guidare la definizione

Venendo agiscono successive interazioni

The Board of Governors of the Federal Reserve System (Open Market Committee) is a primary and credit policy. It has the potential to influence the level of maximum interest rates².

Nei fatti quindi di tenere stabile l'occupazione. Il tasso di inflazione è compatibile con il raggiungimento del obiettivo. La FED dà alla FED maggiori azioni a rigidezza composito, la FED supervisione delle istituzioni, oltre che del

² *Federal Reserve Act*, added by act of November 27, 1978 (92 Stat. 13028).]

³ Con stabilità basso e stabile.

9 direttori che, sotto la supervisione del Consiglio dei direttori, sovrintende alle operazioni, monitora le condizioni economiche del proprio distretto e fornisce le informazioni rilevanti, necessarie per la formulazione della politica monetaria nazionale. Tre dei direttori sono nominati dal Consiglio dei governatori della FED, mentre gli altri sei vengono eletti dalle banche commerciali private. I direttori scelgono fra di loro il presidente della banca regionale.

Terzo pilastro della struttura istituzionale della FED è il FOMC. Il comitato si incontra a Washington D.C., almeno otto volte all'anno. Ne fanno parte i sette membri del Consiglio dei governatori e cinque presidenti delle banche regionali, uno dei quali è sempre il presidente della FED di New York, e quattro che si alternano a rotazione dalle altre banche del sistema. Gli altri presidenti delle banche regionali possono partecipare a tutti gli incontri ma non hanno diritto di voto. Il FOMC ha la responsabilità di pianificare le operazioni sul mercato aperto per guidare la definizione dei tassi rilevanti nel mercato interbancario.

Venendo agli obiettivi della FED, il *Federal Reserve Act* (con successive integrazioni) dichiara che:

Gli obiettivi della FED

The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates².

Nei fatti quindi la FED deve attuare una politica monetaria cercando di tenere stabili i prezzi³ e, contemporaneamente, massimizzando l'occupazione. Non si parla in alcun modo di quanto debba essere il tasso di inflazione ottimale, si indica solo che i prezzi siano stabili compatibilmente con la massimizzazione dell'occupazione e il raggiungimento del tasso di crescita potenziale dell'economia. Questo dà alla FED margini di manovra rilevanti e non la vincola nelle sue azioni a rigide regole di comportamento. Oltre a questo obiettivo composito, la FED è responsabile per la regolamentazione e supervisione delle istituzioni finanziarie (bancarie e non) degli Stati Uniti, oltre che del mantenimento della stabilità del sistema finanziario

² *Federal Reserve Act*, Section 2, Monetary policy Objectives. [12 USC 225a. As added by act of November 16, 1977 (91 Stat. 1387) and amended by acts of October 27, 1978 (92 Stat. 1897); Aug. 23, 1988 (102 Stat. 1375); and Dec. 27, 2000 (114 Stat. 3028).]

³ Con stabilità dei prezzi ci si riferisce più correttamente a un tasso di inflazione basso e stabile.

al fine di contenere il rischio sistemico⁴. Infine, fornisce servizi di tesoreria a istituzioni finanziarie, al governo degli Stati Uniti e alle istituzioni straniere.

Da questa veloce presentazione, le differenze fra FED e BCE riguardano sia la struttura istituzionale sia gli obiettivi da perseguire.

Mentre la FED ha uno stretto rapporto con il Congresso e il presidente degli Stati Uniti, la BCE ha come “azionisti” tutti i paesi che fanno parte dell'eurosistema. Il ruolo delle banche regionali della FED è rilevante per la trasmissione della politica monetaria, ma solo una parte di queste partecipa alle decisioni prese dal FOMC e nessun presidente di banca regionale fa parte del Consiglio, che è l'organo sovrano per l'individuazione della politica monetaria. Invece per la BCE l'organo di indirizzo è il Consiglio direttivo, all'interno del quale sono presenti tutti i governatori delle banche nazionali. Ma, soprattutto, non c'è un governo unico responsabile della politica fiscale con cui interfacciarsi ma ben 19 governi nazionali.

Se guardiamo agli obiettivi di politica monetaria, il principale per la BCE è un basso e stabile tasso di inflazione, per salvaguardare il potere d'acquisto dell'euro; questo non è l'unico ma il principale, quello da raggiungere a tutti i costi: il mantenimento dell'occupazione (attraverso la crescita) è in subordine («fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi [...]»)⁵. Questo vuol dire chiaramente che, per la BCE, l'obiettivo prioritario è l'inflazione, al 2%: scostamenti da questo valore richiedono politiche efficaci di aggiustamento, e ciò vale per valori sopra il 2% così come valori sotto l'obiettivo (come è successo negli anni recenti allorché la priorità della BCE è divenuta il contrasto alla deflazione)⁶.

La FED invece ha un mandato più articolato che non riguarda solo i prezzi, ma va dalla massimizzazione dell'occupazione al raggiungimento del PIL potenziale. Da una parte non è indicato un valore soglia per l'inflazione, purché sia bassa e stabile, dall'altra si

⁴ Il rischio sistemico si riferisce a una situazione in cui l'instabilità di un settore economico si trasmette a tutti gli altri.

⁵ Art. 2 del Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali e della Banca Centrale Europea.

⁶ Occorre tener presente che il tasso d'inflazione, obiettivo della BCE, è comunque una media ponderata dei tassi d'inflazione nazionali: questo significa che mentre la media dei paesi può centrare l'obiettivo del 2%, i singoli paesi, soprattutto se piccoli rispetto alle altre economie dell'eurozona, potrebbero sperimentare tassi d'inflazione diversi ed essere, dunque, danneggiati da una politica monetaria che risulti troppo espansiva o troppo restrittiva per le loro esigenze. Ma si tratta, ovviamente, di una conseguenza strutturale della formazione di un'unione monetaria. Storicamente, comunque, negli anni dell'euro, i tassi d'inflazione hanno registrato una notevole convergenza nell'ambito dell'eurozona, frutto di politiche fiscali nazionali di segno restrittivo e di una maggiore integrazione dei mercati reali nell'ambito dell'Unione, oltreché di una ridotta variabilità anche a livello mondiale che ha caratterizzato gli anni della cosiddetta “grande moderazione”.

esplicita com
zione. Nel pe
tenere present

8.2 Un mo

Quantitative
come “allent
monetaria vo
zione, con l'
questa via, il
tare la deflaz

Anche i tr
sul mercato a
obbligatoria)
centrale comp
ziario nel suo
sistema econo

La crisi, in
finanziario pe
neta fornita d
conti e raffor
La nuova liqu
sive della BC
no sostenuto
imprese: inve
stimolo che la
gata, evitando
quindi, bypas
di moneta riv
istituzioni fin
una rappresen
aggregata e so

Vediamo in

1. Il QE si p
La BC intervi
private non co
acquisti dirett
aumento del l
vedono aume
ci: allo stesso

esplicita come obiettivo (non subordinato) l'alto livello di occupazione. Nel pensare le politiche monetarie da adottare, la FED deve tenere presenti anche gli effetti sul mercato reale dei suoi interventi.

8.2 Un nuovo strumento di politica monetaria: il *quantitative easing*

Quantitative easing (QE) può essere tradotto semplicemente come "allentamento quantitativo" (della moneta). È una politica monetaria volta ad aumentare la quantità di moneta in circolazione, con l'obiettivo di sostenere la domanda aggregata e, per questa via, il livello dei prezzi, cercando il più possibile di evitare la deflazione.

Anche i tradizionali strumenti di politica monetaria (operazioni sul mercato aperto, tasso ufficiale di sconto e requisito di riserva obbligatoria) hanno questo obiettivo ma, nel caso del QE, la Banca centrale compie delle operazioni volte ad aggirare il sistema finanziario nel suo complesso e a raggiungere direttamente altri attori del sistema economico, imprese e governo in particolare.

La crisi, infatti, ha reso necessario lo scavalco del sistema finanziario perché le banche hanno usato la maggiore offerta di moneta fornita dalla BC principalmente per rimettere in ordine i propri conti e rafforzare i propri bilanci con l'accantonamento di riserve. La nuova liquidità acquisita dalle banche grazie alle manovre espansive della BC è stata dunque accantonata dalle banche, che non hanno sostenuto una corrispondente espansione dei prestiti a famiglie e imprese: investimenti e consumi non hanno dunque ricevuto quello stimolo che la BC intendeva dare per far crescere la domanda aggregata, evitando una caduta di prezzi, reddito e occupazione. Il QE, quindi, bypassa il sistema finanziario e cerca di aumentare l'offerta di moneta rivolgendosi direttamente al settore privato e/o ad altre istituzioni finanziarie diverse dalle banche. La Figura 8.1 costituisce una rappresentazione di come il QE dovrebbe stimolare la domanda aggregata e sostenere sia la crescita che l'inflazione.

Vediamo in ordine quali sono i canali attraverso i quali agisce il QE.

1. Il QE si propone come stimolo a consumo e investimento.
La BC interviene con l'acquisto di azioni e obbligazioni di imprese private non com'è collaterale per il finanziamento delle banche, ma con acquisti diretti sul mercato finanziario. L'acquisto di azioni porta a un aumento del loro valore e questo porta a due conseguenze. Le imprese vedono aumentare il loro patrimonio netto, rafforzando i loro bilanci: allo stesso tempo le famiglie avranno un aumento di valore nella

L'effetto del QE
sulla domanda
aggregata

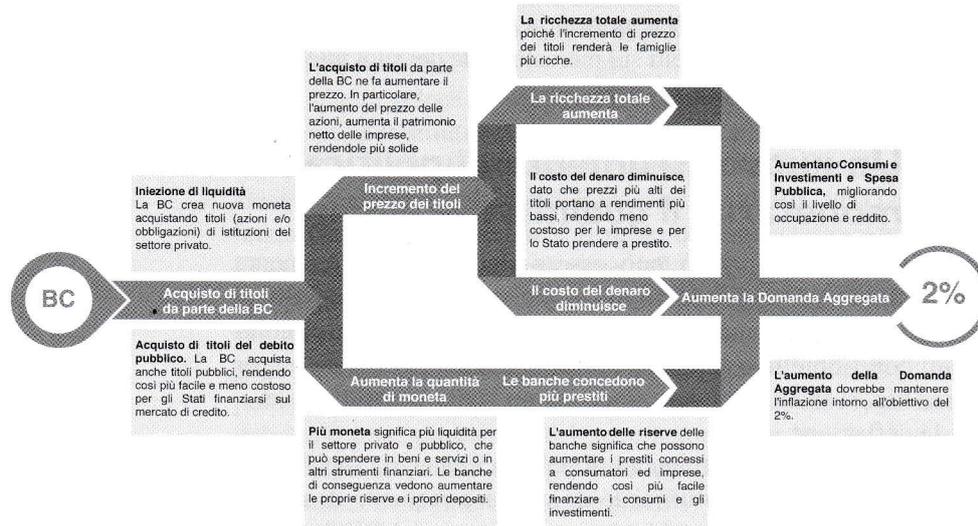


Figura 8.1 Funzionamento teorico del *quantitative easing*

Fonte: Nostra rielaborazione del grafico presente nel report del 2010 della Bank of England "Quantitative easing explained. Putting more money into our economy to boost spending".

ricchezza posseduta nei loro portafogli finanziari⁷. Le imprese verranno considerate dalle banche più solvibili e potranno ricevere di conseguenza maggiori prestiti per effettuare i propri investimenti e finanziare la loro attività ordinaria. Le famiglie, sentendosi più ricche, aumenteranno i propri consumi. L'effetto indotto sarà quindi un aumento di due componenti rilevanti della domanda aggregata (consumi⁸ e investimenti) con l'obiettivo di stimolare la crescita di occupazione e reddito reale e sostenere un'inflazione bassa ma positiva.

L'acquisto da parte della BC di obbligazioni private direttamente sul mercato aperto porta un aumento del prezzo di queste e, conseguentemente, a parità di altre condizioni, a una diminuzione del costo del finanziamento, che dovrebbe indurre una crescita degli impieghi e degli investimenti.

2. Il QE si propone come sostegno di politiche fiscali espansive.

La BC può anche decidere di comprare titoli di stato per sostenere o finanziare i deficit e, quindi, limitare gli effetti negativi della crisi sul debito pubblico. I titoli pubblici, se di nuova emissione, vengono

⁷ Per le famiglie questo effetto, solo figurato, si trasforma in un effettivo aumento se le azioni vengono successivamente vendute o se i titoli vengono utilizzati quale collaterale per garantire eventuali prestiti.

⁸ Questo è vero a patto che non aumenti la propensione al risparmio.

FOCUS

Il QE porta spesso se-
più rilevanza
Taylor". L'
netarie, m
settore n
moneta-c
Le BC po
interesse
questa è
l'IS-LM, m
hichiano
nel caso
controlla

scambiati n
emettere e l
acquistano
emissione i
aspettano d
possono ess

Se la BC
mente dallo
è necessari
re decisam
del debito
dall'articol
mercato se
titoli pubbl
to, ne facil
luogo, può
vero acqui
particolare
al ribasso,
entrambi i
ficit di bila
tarli per eff

⁹ La Ba
dello Stato fin
viene meno q
senziale per il

FOCUS 8.1

Moneta esogena o endogena

Il QE porta con sé la riapertura di un dibattito di lungo corso in economia. Ci si chiede spesso se la moneta sia o meno endogena. Questa concezione è diventata sempre più rilevante nei decenni passati, grazie soprattutto alla formulazione della "regola di Taylor". L'offerta di moneta non è direttamente sotto il controllo delle autorità monetarie, ma è determinata dai prestiti concessi dalle banche commerciali, da parte del settore non bancario e dalla domanda di prestiti nel sistema economico: la moneta è moneta-credito.

Le BC possono influenzare l'offerta di moneta solo in un modo: modificando il tasso di interesse ufficiale (che risulta essere lo strumento esogeno). Dal punto di vista teorico, questa è una delle motivazioni che ha visto piano piano eclissarsi un modello, come l'*IS-LM*, molto usato nella didattica fino ai primi anni novanta. Nello storico modello hichsiano, l'offerta di moneta è esogena (anche se questa affermazione non è vera nel caso del modello Mundell-Fleming con tassi di cambio fissi). Nei fatti la BC può controllare direttamente i livelli di moneta presente nel sistema.

scambiati nel mercato primario: il tesoro dichiara quanti titoli vuole emettere e le istituzioni finanziarie attraverso meccanismi di asta ne acquistano i quantitativi richiesti, a prezzi di mercato. Dopo la loro emissione i titoli possono rimanere in mano ai primi acquirenti che aspettano di riscuoterne gli interessi e il capitale a scadenza, oppure possono essere scambiati sul cosiddetto "mercato secondario".

Se la BC attua un QE con l'acquisto dei titoli pubblici direttamente dallo Stato emittente, lo sta finanziando a un tasso che non è necessariamente quello di mercato, ma che potrebbe anche essere decisamente inferiore. Si parla in questo caso di monetizzazione del debito⁹. Tuttavia questa soluzione è espressamente vietata dall'articolo 101 del Trattato. D'altro lato anche un intervento sul mercato secondario è importante, perché la maggior domanda di titoli pubblici, aumentandone il prezzo e riducendone il rendimento, ne facilita il collocamento e ne abbassa il costo; in secondo luogo, può costituire una politica di *leaning against the wind*, ovvero acquisti volti a contrastare la caduta del valore di un titolo particolare sul quale gli operatori stanno effettuando speculazioni al ribasso, mettendo in tal modo al riparo i bilanci pubblici. In entrambi i casi, gli Stati rafforzano la loro capacità di gestire i deficit di bilancio e possono, ove ve ne siano le condizioni, aumentarli per effettuare politiche fiscali espansive al fine di sostenere la

⁹ La Banca d'Italia ha dovuto obbligatoriamente acquistare una quota del debito dello Stato fino al 1981. Nei fatti, nella maggior parte dei paesi occidentali, questa prassi viene meno quando si sviluppa la convinzione che la separazione fra BC e Stato sia essenziale per il contenimento sia del deficit sia dell'inflazione.

domanda aggregata. La riduzione del costo di finanziamento del deficit riduce infatti le risorse che un governo deve destinare al pagamento degli interessi sul debito esistente e libera, dunque, risorse da destinare agli investimenti pubblici, alla crescita della spesa o alla riduzione delle tasse.

3. Cambiano le aspettative degli operatori.

L'annuncio di una politica monetaria fortemente espansiva, con il mantenimento del tasso di interesse per un periodo indefinitamente lungo, ha l'obiettivo di migliorare la fiducia all'interno del sistema economico da una parte, e dall'altra porterà anche variazioni sui tassi a lungo termine, con l'obiettivo di aumentare la domanda di credito.

4. Il tasso di cambio si deprezza.

L'aumento di liquidità del sistema porta al deprezzamento del tasso di cambio. Se valgono le condizioni di Marshall-Lerner¹⁰, questo provoca un aumento delle esportazioni nette (esportazioni meno importazioni) e quindi della domanda aggregata.

Risulta evidente che a) gli effetti ultimi del QE dipendono da molti "se"; b) come le singole BC l'abbiano applicato dipende dalla loro struttura istituzionale. Vedremo brevemente nel prossimo paragrafo come è stato adottato in diversi contesti.

8.3 Il QE dal vivo: esperienze in alcuni paesi

Ci sono state esperienze di QE sia dopo la grande depressione degli anni trenta del Novecento sia in Giappone a cavallo del secolo attuale. Noi ci concentriamo qui sulle esperienze post-crisi 2008. Partiamo dai pionieri di questo approccio. Forse è stata proprio la conoscenza profonda della grande depressione a ispirare Ben Ber-

¹⁰ Le condizioni di Marshall-Lerner rappresentano il valore della elasticità di importazioni ed esportazioni che consente di ottenere un miglioramento della bilancia commerciale a fronte di un deprezzamento del tasso di cambio nominale (che, in condizioni di prezzi stabili, coincide con il tasso di cambio reale). Se l'elasticità della domanda estera per i beni nazionali è superiore a 1, un deprezzamento del tasso di cambio del 10% (e dunque una riduzione dei prezzi dei beni esportati di pari entità) porta a un aumento delle esportazioni superiore al 10%: anche ammettendo, per ipotesi, che le importazioni non subiscano alcuna variazione, le esportazioni nette aumenteranno, migliorando la bilancia commerciale; dall'altro lato, se l'elasticità della domanda nazionale per i beni esteri è superiore a 1, il deprezzamento porta a una contrazione delle importazioni superiore al 10%. Dunque, le esportazioni nette migliorano, anche assumendo che le esportazioni effettive non abbiano subito alcuna variazione. Nel caso più realistico, nel quale sia esportazioni sia importazioni possono variare, è sufficiente che la somma delle elasticità di importazioni ed esportazioni sia superiore a 1 affinché la bilancia commerciale abbia un miglioramento.

nanke, all'epoca ha sempre premettesse mto (in particolare *easing*, quando netaria con l'

La prima già all'alba di settembre del *cial Paper* (A L'obiettivo era re gli ABCP¹¹ varato il QE avevano specificato imprese governative ma del marzo l'acquisto di

L'intervento spinto la FED QE3, nel 2011 debito pubblico aveva anche l'acquisto impegnate nei *mortgage-backed*

Tra la fine ta e dell'inflazione la FED hanno all'esperienza annunciato la stata, comunemente monetarie

Diversa è Questo è dove abbiamo detto unico e proprio il perseguimento sì che la BC sive – anche sione dei bar In particolare

¹¹ <https://end-heres-what>

¹² <https://>

nanke, all'epoca presidente della FED, a proporre il QE. Bernanke ha sempre preferito distinguere fra *credit easing*, nel caso in cui si immettesse moneta acquistando titoli di specifici mercati del credito (in particolare quello delle case), e un più generale *quantitative easing*, quando l'effetto che si vuole è un'espansione della base monetaria con l'acquisto di titoli pubblici¹¹.

La primissima esperienza di QE è stata portata avanti dalla FED, già all'alba del disastro della Lehman Brothers. Infatti alla fine del settembre del 2008 fu varato il programma *Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. L'obiettivo era di dare fondi alle istituzioni finanziarie per acquistare gli ABCP¹². A distanza di due mesi, nel novembre del 2008, venne varato il QE1, poi aumentato nel marzo del 2009. I due programmi avevano specificatamente l'obiettivo di sostenere i debiti di alcune imprese governative o riconducibili al governo. Inoltre nel programma del marzo 2009 era previsto espressamente un intervento per l'acquisto di 300 miliardi in titoli dello Stato.

L'intervento non è stato definitivo e la paura della deflazione ha spinto la FED a proporre un secondo e un terzo programma, il QE2 e il QE3, nel 2010 e nel 2012. Mentre il QE2 si proponeva di sostenere il debito pubblico, riducendone i costi di finanziamento, il QE3 riprendeva anche l'acquisto di obbligazioni di imprese riconducibili allo Stato impegnate nel mercato del credito (vengono acquistate le cosiddette *mortgage-backed securities*).

Tra la fine del 2013 e il 2014, con la stabilizzazione della crescita e dell'inflazione e con l'aumento dell'occupazione, gli organi della FED hanno iniziato a discutere i tempi e i modi per porre fine all'esperienza del QE3. Janet Yellen, come nuovo governatore, ha annunciato la sospensione del programma nell'ottobre 2014. Essa è stata, comunque, realizzata con gradualità e accompagnata da politiche monetarie più tradizionali, ancora di segno espansivo.

Diversa è stata, invece, la gestione della crisi da parte della BCE. Questo è dovuto prioritariamente al suo assetto istituzionale. Come abbiamo detto, a differenza della FED, la BCE ha come obiettivo unico e prioritario un tasso di inflazione al 2% e, solo in subordine, il perseguimento di una crescita adeguata dell'area. Questo ha fatto sì che la BCE abbia perseguito dal 2009 politiche monetarie espansive – anche non convenzionali – ma all'interno del direttivo la visione dei banchieri centrali è stata tutt'altro che univoca e condivisa. In particolare, dopo la crisi, le due classiche operazioni sul mercato

**Il QE attuato
dalla FED**

**Il QE attuato
dalla BCE**

¹¹ <https://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html>

¹² <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-amlf.htm>

domanda aggregata. La riduzione del costo di finanziamento del deficit riduce infatti le risorse che un governo deve destinare al pagamento degli interessi sul debito esistente e libera, dunque, risorse da destinare agli investimenti pubblici, alla crescita della spesa o alla riduzione delle tasse.

3. Cambiano le aspettative degli operatori.

L'annuncio di una politica monetaria fortemente espansiva, con il mantenimento del tasso di interesse per un periodo indefinitamente lungo, ha l'obiettivo di migliorare la fiducia all'interno del sistema economico da una parte, e dall'altra porterà anche variazioni sui tassi a lungo termine, con l'obiettivo di aumentare la domanda di credito.

4. Il tasso di cambio si deprezza.

L'aumento di liquidità del sistema porta al deprezzamento del tasso di cambio. Se valgono le condizioni di Marshall-Lerner¹⁰, questo provoca un aumento delle esportazioni nette (esportazioni meno importazioni) e quindi della domanda aggregata.

Risulta evidente che a) gli effetti ultimi del QE dipendono da molti "se"; b) come le singole BC l'abbiano applicato dipende dalla loro struttura istituzionale. Vedremo brevemente nel prossimo paragrafo come è stato adottato in diversi contesti.

8.3 Il QE dal vivo: esperienze in alcuni paesi

Ci sono state esperienze di QE sia dopo la grande depressione degli anni trenta del Novecento sia in Giappone a cavallo del secolo attuale. Noi ci concentriamo qui sulle esperienze post-crisi 2008. Partiamo dai pionieri di questo approccio. Forse è stata proprio la conoscenza profonda della grande depressione a ispirare Ben Ber-

¹⁰ Le condizioni di Marshall-Lerner rappresentano il valore della elasticità di importazioni ed esportazioni che consente di ottenere un miglioramento della bilancia commerciale a fronte di un deprezzamento del tasso di cambio nominale (che, in condizioni di prezzi stabili, coincide con il tasso di cambio reale). Se l'elasticità della domanda estera per i beni nazionali è superiore a 1, un deprezzamento del tasso di cambio del 10% (e dunque una riduzione dei prezzi dei beni esportati di pari entità) porta a un aumento delle esportazioni superiore al 10%; anche ammettendo, per ipotesi, che le importazioni non subiscano alcuna variazione, le esportazioni nette aumenteranno, migliorando la bilancia commerciale; dall'altro lato, se l'elasticità della domanda nazionale per i beni esteri è superiore a 1, il deprezzamento porta a una contrazione delle importazioni superiore al 10%. Dunque, le esportazioni nette migliorano, anche assumendo che le esportazioni effettive non abbiano subito alcuna variazione. Nel caso più realistico, nel quale sia esportazioni sia importazioni possono variare, è sufficiente che la somma delle elasticità di importazioni ed esportazioni sia superiore a 1 affinché la bilancia commerciale abbia un miglioramento.

nanke, all'epoca ha sempre permesso di immettere denaro in circolazione (in particolare attraverso l'*ease*, quando la politica monetaria con l'...

La prima volta fu già all'alba del secolo, nel settembre del 1908, come si legge nella *Federal Reserve Paper* (1908). L'obiettivo era di ridurre gli ABCP (Asset Backed Commercial Paper) emessi e varato il QE (Quantitative Easing) avevano speso per le imprese governative, ma del mercato dell'acquisto di...

L'intervento è stato spinto dalla FED (Federal Reserve) nel QE3, nel 2009, per ridurre il debito pubblico. Anche l'acquisto di *mortgage-backed securities* (MBS) è stato impegnato...

Tra la fine del secolo e dell'inflazione, la FED ha annunciato un'esperienza di QE, annunciata, comunemente dette politiche monetarie...

Diversa è stata l'esperienza di questo QE. Abbiamo detto che è il primo e più grande il perseguimento di una politica monetaria che la BCE ha attuato in modo sistematico – anche se la creazione di moneta è stata una conseguenza della creazione di moneta. In particolare...

¹¹ <https://www.fedreserve.gov/monetarypolicy/monetarypolicy.htm>

¹² <https://www.fedreserve.gov/monetarypolicy/monetarypolicy.htm>

nanke, all'epoca presidente della FED, a proporre il QE. Bernanke ha sempre preferito distinguere fra *credit easing*, nel caso in cui si immettesse moneta acquistando titoli di specifici mercati del credito (in particolare quello delle case), e un più generale *quantitative easing*, quando l'effetto che si vuole è un'espansione della base monetaria con l'acquisto di titoli pubblici¹¹.

La primissima esperienza di QE è stata portata avanti dalla FED, già all'alba del disastro della Lehman Brothers. Infatti alla fine del settembre del 2008 fu varato il programma *Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. L'obiettivo era di dare fondi alle istituzioni finanziarie per acquistare gli ABCP¹². A distanza di due mesi, nel novembre del 2008, venne varato il QE1, poi aumentato nel marzo del 2009. I due programmi avevano specificatamente l'obiettivo di sostenere i debiti di alcune imprese governative o riconducibili al governo. Inoltre nel programma del marzo 2009 era previsto espressamente un intervento per l'acquisto di 300 miliardi in titoli dello Stato.

L'intervento non è stato definitivo e la paura della deflazione ha spinto la FED a proporre un secondo e un terzo programma, il QE2 e il QE3, nel 2010 e nel 2012. Mentre il QE2 si proponeva di sostenere il debito pubblico, riducendone i costi di finanziamento, il QE3 riprendeva anche l'acquisto di obbligazioni di imprese riconducibili allo Stato impegnate nel mercato del credito (vengono acquistate le cosiddette *mortgage-backed securities*).

Tra la fine del 2013 e il 2014, con la stabilizzazione della crescita e dell'inflazione e con l'aumento dell'occupazione, gli organi della FED hanno iniziato a discutere i tempi e i modi per porre fine all'esperienza del QE3. Janet Yellen, come nuovo governatore, ha annunciato la sospensione del programma nell'ottobre 2014. Essa è stata, comunque, realizzata con gradualità e accompagnata da politiche monetarie più tradizionali, ancora di segno espansivo.

Diversa è stata, invece, la gestione della crisi da parte della BCE. Questo è dovuto prioritariamente al suo assetto istituzionale. Come abbiamo detto, a differenza della FED, la BCE ha come obiettivo unico e prioritario un tasso di inflazione al 2% e, solo in subordine, il perseguimento di una crescita adeguata dell'area. Questo ha fatto sì che la BCE abbia perseguito dal 2009 politiche monetarie espansive – anche non convenzionali – ma all'interno del direttivo la visione dei banchieri centrali è stata tutt'altro che univoca e condivisa. In particolare, dopo la crisi, le due classiche operazioni sul mercato

Il QE attuato
dalla FED

Il QE attuato
dalla BCE

¹¹ <https://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html>

¹² <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-amlf.htm>

aperto (*Main Refinancing Operations*, MROs, e *Longer-Term Refinancing Operations* o LTROs)¹³ sono state affiancate da misure non-standard: un LTROs a tre anni, il Targeting LTROs (TLTROs) e l'APP (*Asset Purchase Programme*).

Il programma LTROs a tre anni è stato espressamente adottato come supporto alle banche dell'area euro per aumentarne la liquidità e spingerle ad aumentare i prestiti. L'obiettivo è stato quello di fornire credito alle istituzioni creditizie, a condizioni molto favorevoli. Il TLTROs opera nello stesso spirito ma con l'obiettivo di potenziare la politica monetaria espansiva, rafforzando i meccanismi di trasmissione della stessa. Viene annunciata una prima serie di misure nel giugno 2014 e una seconda nel marzo 2016. Le operazioni sono targhettizzate perché l'ammontare di prestiti che le banche possono richiedere alla BCE è collegato al livello dei prestiti che concedono a enti non finanziari e alle famiglie. Il secondo programma di TLTRO presenta un'ulteriore particolarità: quanto più elevati sono i prestiti concessi dalle banche associate, tanto più basso è il tasso di interesse applicato dalla BCE alla banca principale.

È utile chiedersi se questi due programmi possano nei fatti intendersi come QE o siano un'estensione di più classiche operazioni di rifinanziamento o di mercato aperto. La risposta, a nostro avviso, è che sono programmi di QE sia negli effetti desiderati (sono condizionali all'aumento del credito concesso dalle banche commerciali) sia nell'uso fatto (del LTROs a tre anni) da parte delle banche: queste ultime hanno acquistato titoli di stato, nei fatti riducendone i costi di finanziamento per gli Stati.

Nel maggio del 2010 era stato, inoltre, avviato un programma per l'acquisto di obbligazioni (SMP), con l'obiettivo di allentare le tensioni presenti in alcuni mercati che avevano, fino ad allora, limitato la portata della politica monetaria. Il programma terminò due anni dopo e la BCE realizzò una serie di operazioni sul mercato aperto per sterilizzare la liquidità immessa nel sistema.

La svolta vera e propria nelle azioni di politica monetaria si intravede sul finire del 2014, quando viene attivato il programma ABSPP (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*), con l'obiettivo di spingere le banche a diversificare le fonti di finanziamento e a emettere nuove obbligazioni. Ma è all'inizio del 2015 che il QE entra prepotentemente nell'agenda della BCE: il 22 gennaio Draghi annuncia un programma che non comprende più solo obbligazioni private, del settore bancario, ma anche titoli emessi dai paesi dell'area, da agenzie governative o da istituzioni europee. Tutte le

¹³ La prima ha l'obiettivo di risolvere problemi di liquidità a brevissimo termine (una settimana) e la seconda a breve termine (tre mesi).

operazioni
Programmi
to che qu
lungo di b
tenendo il
quattro pr

1. *Corporation*
gazioni
2. *Public*
ni del s
flazion
regiona
terali d
3. *Asset-Backed*
titoli g
4. *Covered*
(CBPP)
2009.
no acq
manter
stato s
scaden
di obbl
attivate
visti p

La BCE
APPs per
ben preci
rozona, il
a 80 milia
miliardi (c
bre 2018)

Il 13 c
di porre fi
che «inte
principal
per un per
zare i tass
necessari

¹⁴ Sono
ma rischiosi
banca stessa

operazioni inerenti sono all'interno degli APPs (*Asset Purchase Programmes*). Una serie di azioni che riguardano sia il settore privato che quello pubblico con l'obiettivo di limitare il periodo troppo lungo di bassa inflazione e scongiurare la deflazione, sempre mantenendo il target del 2%. Sotto questo cappello sono compresi ben quattro programmi:

1. *Corporate Sector Purchase Programme*: acquisti netti di obbligazioni del settore privato;
2. *Public Sector Purchase Programme*: acquisti netti di obbligazioni del settore pubblico. In particolare, titoli di stato legati all'inflazione o obbligazioni emesse da agenzie pubbliche, governi regionali e locali, organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo situate nell'area dell'euro;
3. *Asset-Backed Securities Purchase Programme*: acquisti netti di titoli garantiti;
4. *Covered Bond Purchase Programme*: il primo programma (CBPP1), della durata di un anno, è stato lanciato nel luglio 2009. Le risorse impiegate sono state, tuttavia, limitate: vengono acquistate obbligazioni garantite¹⁴ per 60 miliardi di euro e mantenute in portafoglio fino alla loro scadenza. Questo APP è stato seguito, nel novembre del 2011, dal CBPP2, anch'esso con scadenza annuale e riguardante l'acquisto di 16,4 miliardi di euro di obbligazioni garantite. Un terzo programma, il CBPP3, è stato attivato nel 2014 e gli stanziamenti sono compresi in quelli previsti per il programma APP.

La BCE prevedeva inizialmente un acquisto di titoli per tutti gli APPs per un valore di 60 miliardi di euro al mese e una scadenza ben precisa: settembre 2016. Per scongiurare la deflazione nell'eurozona, il programma è stato prima prolungato, poi aumentato fino a 80 miliardi all'anno per poi venire progressivamente ridotto a 60 miliardi (da aprile a settembre 2017), 30 (da gennaio 2018 a settembre 2018) e 15 (da ottobre a dicembre 2018).

Il 13 dicembre 2018, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di porre fine agli acquisti netti nell'ambito dell'APP e ha annunciato che «intende continuare a reinvestire, integralmente, i pagamenti principali derivanti da titoli in scadenza acquistati ai sensi dell'APP per un periodo di tempo prolungato oltre la data in cui inizia a innalzare i tassi di interesse chiave della BCE, e comunque per il tempo necessario a mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio

¹⁴ Sono obbligazioni emesse da banche o da altra istituzione finanziaria a bassissima rischiosità perché, in caso di fallimento della banca, ci si può rivalere sull'attivo della banca stessa qualitativamente più liquido e meno rischioso.

grado di accomodamento monetario»¹⁵. L'obiettivo del Consiglio direttivo è quello di mantenere l'entità dei suoi acquisti netti cumulativi nell'ambito di ciascun programma costitutivo dell'APP ai livelli del dicembre 2018. Per quanto riguarda gli acquisti netti di titoli del settore pubblico (PSPP), dal gennaio 2019, la BCE continua a reinvestire i principali pagamenti dai titoli in scadenza detenuti nel portafoglio PSPP. La BCE dichiara, a fine 2018, che i titoli di stato e le agenzie riconosciute rappresentano circa il 90% del portafoglio totale detenuto, mentre i titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo rappresentano circa il 10%. Nel settembre 2019, il Consiglio direttivo ha deciso, considerate la debole crescita dell'area euro, di riprendere i programmi APPs per 20 miliardi a partire dal primo novembre 2019. Il governatore Draghi, alla fine del suo mandato, ha ribadito la necessità di usare gli spazi fiscali a disposizione dei paesi virtuosi per sostenere la crescita dell'area euro.

Possiamo subito individuare due differenze cruciali fra la FED e la BCE. La prima è nella tempistica: la FED ha immediatamente capito la drammaticità della crisi e non ha esitato ad applicare fin da subito strumenti non convenzionali che non riguardassero solo il settore bancario ma, più in generale, agenzie e istituzioni legate al settore pubblico. In questo modo si è comportata da prestatore di ultima istanza per il governo americano: la politica monetaria, almeno nel 2009 e nel 2010, è stata complementare a quella fiscale. In tal modo ha permesso al governo di produrre un deficit fiscale letteralmente mostruoso, pari a circa il 10% del PIL, senza provocare alcuna crisi del debito pubblico e senza destabilizzare il mercato finanziario.

La seconda differenza riguarda la tipologia di intervento. Mentre la FED ha potuto spaziare, non limitando il suo intervento al sistema bancario, la BCE statutariamente non può acquistare titoli del debito pubblico direttamente dai governi¹⁶. Ha aiutato questi indirettamente, prima finanziando le banche e incentivandole ad acquistare titoli e poi, solo dal 2015, acquistandoli sul mercato secondario. C'è da ricordare, poi, che le regole dell'Unione, rafforzate nel corso della crisi attraverso il Fiscal Compact, non hanno permesso agli Stati dell'UE di creare un deficit di bilancio grande come quello americano, demandando nei fatti alla sola politica monetaria la soluzione della crisi.

¹⁵ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html#cspp>

¹⁶ Conformemente all'articolo 101 del Trattato, «è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni o agli organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di settore pubblico o ad imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali». art. 21 Protocollo sullo statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali e della BCE.

Qui è im
tuzionale a
nei fatti, i di
sappiamo e
paesi. Dovr
cienti a val
non conven

FOCUS

È quanto
tidianità
È difficile
non è ap
concorda
dall'autor
metà del
moneta
sociali (s
perché s
moneta.
La prima
nata per
Il baratto
vogliono
riamente
biati tran
nel temp
il baratto
informat
e un co
proprio
beni e s
registri d
solo in e
del XIII
Ma è pr
ampie ri
to è sol
non è b
econom
di scamb

Qui è importante ribadire come sia stato il diverso impianto istituzionale a determinare i comportamenti delle due banche centrali e, nei fatti, i diversi effetti sulle due aree economiche. Al momento non sappiamo effettivamente, quale sia stato l'impatto del QE nei vari paesi. Dovremo attendere qualche altro anno per avere dati sufficienti a valutare la portata complessiva delle politiche monetarie non convenzionali sui paesi dell'eurozona.

FOCUS 8.2

Alle origini della moneta

È quanto di più comune possa esserci, qualcosa che ci accompagna tutti nella quotidianità appena diventiamo indipendenti: la moneta. Ma quali sono le sue origini? È difficile risalire al momento esatto in cui è comparsa, quel che sappiamo è che non è apparsa magicamente in tutte le società antiche allo stesso tempo: gli storici concordano sul fatto che le prime monete coniate (ovvero con un simbolo impresso dall'autorità politica a garanzia del valore) abbiano fatto la loro comparsa verso la metà del VII secolo a.C. in Lidia, una regione dell'Asia Minore. Tuttavia varie forme di moneta sia metallica sia non metallica esistevano già da molto tempo. Gli scienziati sociali (storici, antropologi, economisti e sociologi) si sono spesso chiesti come e perché sia nata. Due sono le teorie che sono emerse per spiegare le origini della moneta.

La prima è molto nota ed è esposta in tutti i libri di macroeconomia: la moneta è nata per rimediare alle inefficienze del baratto.

Il baratto, infatti, presuppone che entrambe le parti siano in possesso di beni che vogliono scambiare; ma il tasso di rapporto di scambio fra i due beni non è necessariamente facile da definire, né spazialmente né temporalmente; inoltre, i beni scambiati tramite baratto potrebbero essere deperibili e, quindi, impossibili da "spostare nel tempo", dilazionando le transazioni nella ricerca di acquirenti. Di conseguenza, il baratto risulta essere eccessivamente costoso e inefficiente. Inoltre, c'è un costo informativo (capire chi è disposto a cedere un bene che desideriamo, per esempio) e un costo in termini di tempo per concludere le transazioni. La moneta nasce proprio per eliminare i costi di transazione e rendere più efficiente lo scambio di beni e servizi. La moneta creditizia, invece, quella generata attraverso scritture nei registri delle banche come risultato di relazioni di credito e di debito, sarebbe nata solo in età moderna, come sviluppo delle lettere di cambio, il cui uso risale all'Italia del XIII secolo.

Ma è proprio così? Secondo David Graber (2012), il quale sintetizza il portato di ampie ricerche etnografiche, antropologiche e storiche, la società fondata sul baratto è solo un mito, un mito fondativo per l'esattezza, per la scienza economica, che non è basato sui fatti storici accertati e che, fin dai tempi di Aristotele, serve agli economisti solo per giustificare logicamente l'esistenza della moneta come mezzo di scambio che nasce spontaneamente dalla società per superare i limiti del baratto.