

Perché non può non ripetersi

Categories : [Resoconti](#)

Tagged as : [Andrea Pannone](#), [Menabò n. 72](#)

Date : 2 Novembre 2017

L'equazione degli scambi e la teoria quantitativa della moneta. In un recente [articolo](#) su Sbilanciamoci Sergio Bruno ci ricorda che alcuni economisti definirono, a cavallo del '900, una relazione da un lato tra quantità di moneta (M) e sua velocità di circolazione (V, il numero di volte che in un anno la stessa moneta è usata per le transazioni T che avvengono in una economia), e, dall'altro, le quantità di "cose" scambiate attraverso tali transazioni e i relativi prezzi medi (P): $MV=TP$. Nel corso del tempo, forse per la difficoltà di registrare statisticamente le transazioni sui flussi di ricchezza, la relazione originaria è stata applicata ai soli flussi di beni che vengono effettivamente prodotti nel periodo di riferimento (detti solitamente "Q"). Per cui la relazione ha assunto la più nota formulazione $MV=PQ$. Il problema, come sappiamo bene, è che questa equazione è un'identità contabile, ossia è vera per definizione. Difatti essa afferma semplicemente che la spesa totale in termini monetari (MV) è uguale al valore monetario dei beni scambiati (PQ). Nulla ci dice circa la relazione causale tra le variabili.

Questa equazione, ad esempio, è stata ripresa dall'economista Milton Friedman e dalle correnti monetariste per affermare che la crescita delle masse monetarie deve essere tenuta sotto controllo dalle banche centrali altrimenti l'inflazione tende ad esplodere. E' questa la cosiddetta teoria quantitativa della moneta. A questo risultato si giunge ipotizzando che: a) il livello di produzione sia fissato al livello di pieno impiego e b) V sia stabile in quanto determinata da fattori istituzionali.

In realtà, la relazione tra crescita dell'offerta di moneta e inflazione è, in generale, tutt'altro che definitiva. Dal 1960 ad oggi molte evidenze empiriche autorizzano a raggiungere conclusioni esattamente opposte (vedi ad esempio [qui](#)). In particolare, se facciamo riferimento al periodo post crisi (2007-2008), caratterizzato dalle politiche di *Quantitative Easing* – ossia da aumenti considerevoli dello stock di moneta da parte delle Banche Centrali generati attraverso l'acquisto di titoli obbligazionari a reddito fisso –, l'inflazione è rimasta a livello minimo (strettamente al di sotto del 2%).

L'interpretazione dell'equazione degli scambi può avere diverse varianti, ma la tesi prevalente, comune anche a modelli keynesiani, è che la Banca Centrale sia in grado di controllare la quantità di moneta nell'economia e che quindi quest'ultima sia una variabile esogena. Inoltre essa è del tutto silente sul problema delle transazioni relative agli stock di ricchezza (azioni e titoli).

Una nuova formulazione dell'equazione degli scambi. Per dare nuovo significato alla precedente identità contabile suggeriamo di riscrivere l'equazione degli scambi nel modo seguente:

$$MV=P[Q^* - (Q^*-Q)]$$

dove la produzione effettiva Q è espressa come differenza tra produzione potenziale Q* (ossia la capacità produttiva che corrisponde al pieno impiego) e la capacità produttiva inutilizzata Q*-Q. Chiaramente questa formulazione dell'equazione degli scambi è perfettamente uguale a quella originaria se la capacità produttiva è pienamente utilizzata (ossia se $Q^*=Q$). Per semplicità, assumeremo che il livello di utilizzazione piena della capacità corrisponda al livello di utilizzazione considerato 'normale' dagli economisti (circa 85%). Dato il bassissimo livello di inflazione che caratterizza gli anni successivi al 2000, possiamo assumere anche come dato il livello medio dei prezzi. Sull'ipotesi di una certa rigidità dei prezzi

nelle economie moderne si vedano anche gli esempi e i riferimenti bibliografici riportati [qui](#).

La nuova relazione ci dice allora che se si riduce il livello di utilizzazione della capacità produttiva al di sotto del livello ritenuto 'normale' (ossia se aumenta la differenza Q^*-Q), il membro di destra della relazione diminuisce. Come conseguenza, per verificare l'equazione degli scambi, il prodotto MV deve necessariamente diminuire. Questo chiaramente può verificarsi anche se M aumenta, purché V diminuisca in modo più che proporzionale.

La correlazione, a partire dal 2000, tra 'bassa' utilizzazione della capacità produttiva, crescita dell'offerta di moneta e crollo della sua velocità di circolazione sembra impressionisticamente confermata dai tre grafici seguenti che si riferiscono agli Stati Uniti.

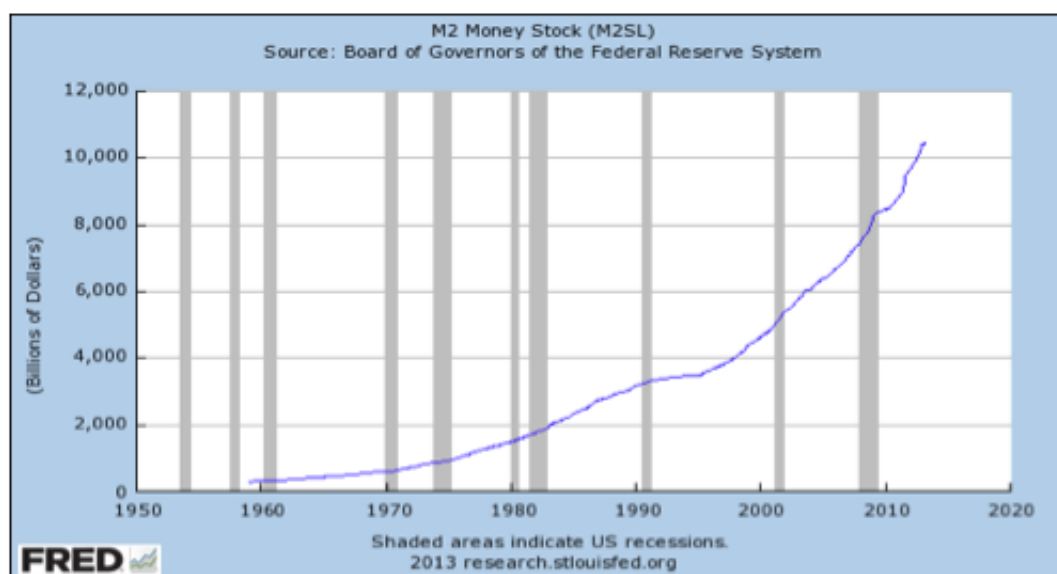
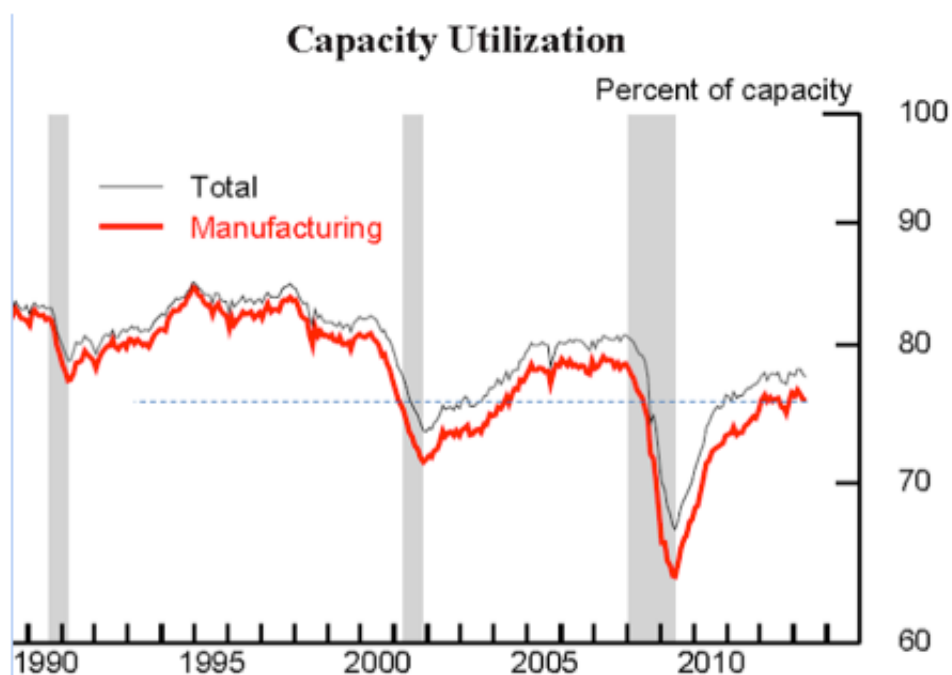


Grafico 2: Creazione di mezzi monetari (M2) in USA. Fonte [Federal Reserve Data](#)



Grafico 3: velocità di M2. Fonte Federal Reserve Data

Notiamo anche che il grafico 2 trova un perfetto riscontro nei successivi grafici 4 e 5 che descrivono un andamento sostanzialmente analogo, rispettivamente, per i debiti delle imprese non finanziarie e per i debiti delle famiglie.

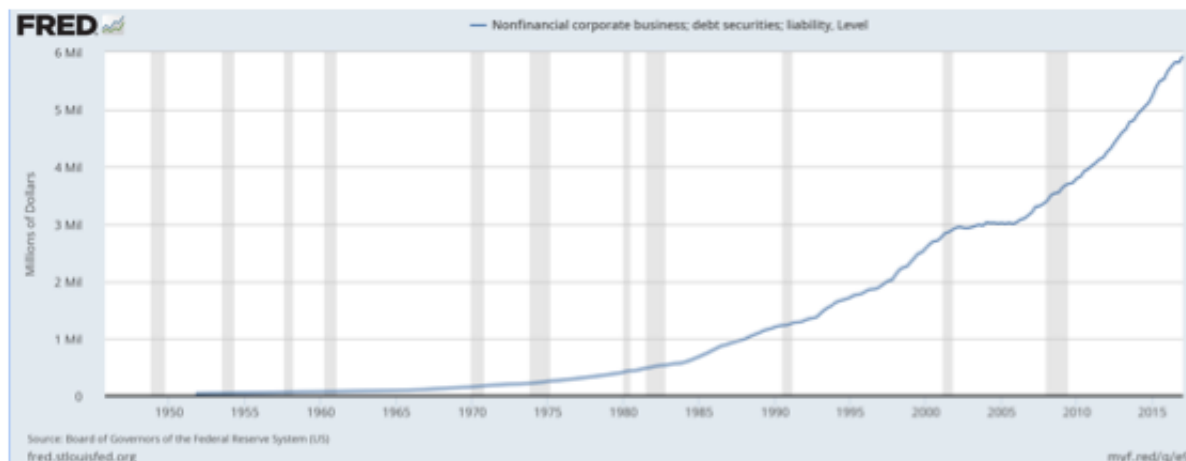


Grafico 4: Indebitamento delle imprese non finanziarie USA. Fonte Federal Reserve Data

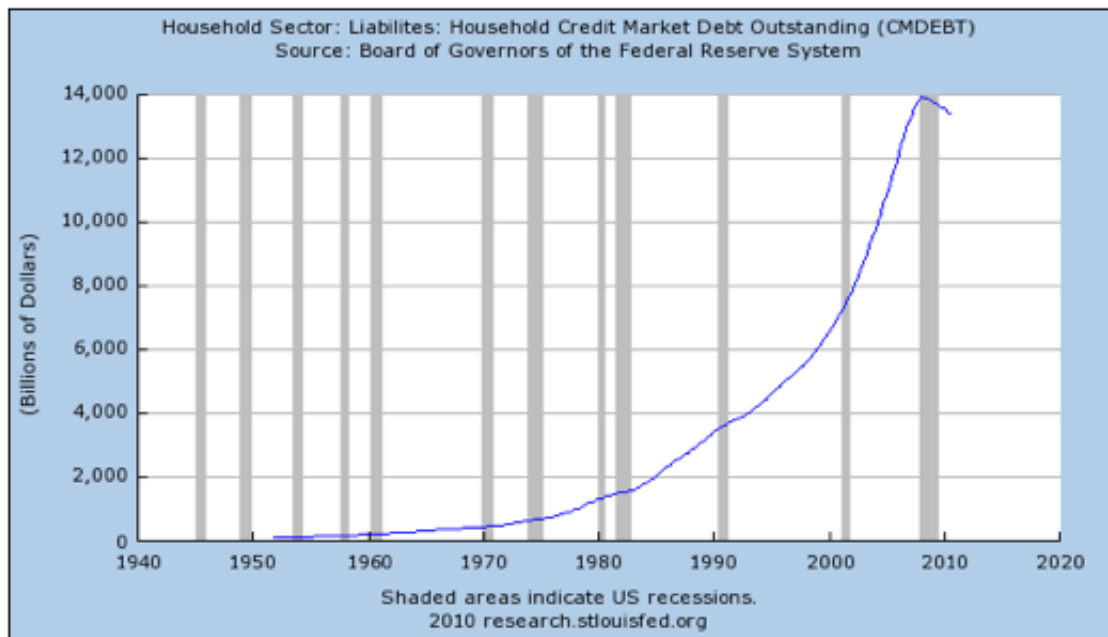


Grafico 5: Indebitamento delle famiglie USA. Fonte Federal Reserve Data

Tendenze simili a quelle descritte nei grafici 1-5 si possono ricavare anche da dati relativi all'area Euro (vedi [qui](#), [qui](#), [qui](#) e [qui](#))

Una possibile spiegazione. Abbiamo allora bisogno di una spiegazione teorica del nesso causale suggerito dalla 'nuova' equazione degli scambi e dai fenomeni descritti nei precedenti grafici.

Per estrema semplificazione assumiamo che il sistema delle imprese si indebiti col sistema bancario per costruire la propria capacità produttiva. Assumiamo anche che il contratto di debito implichi per le imprese l'impegno annuo a restituire il capitale anticipato comprensivo degli interessi, fino a estinzione completa del debito stesso. Ora, un eccesso di capacità al di sopra al livello 'normale' alla fine di un periodo di produzione implicherebbe per le imprese mancati introiti e necessità di disporre di fondi suppletivi per onorare l'obbligo contrattuale assunto con le banche. Se infatti l'impegno fosse disatteso le imprese fallirebbero e uscirebbero dal mercato. Se poi l'eccesso di capacità si prolungasse nel tempo i fondi interni delle imprese potrebbero non essere sufficienti a raggiungere lo scopo. Uno dei modi per procurarsi i fondi aggiuntivi necessari è quello di richiedere nuovi prestiti al (ossia contrarre nuovi debiti col) sistema bancario. Come un recente [articolo](#) della Banca d'Inghilterra ha chiaramente messo in evidenza, per concedere nuovi prestiti le banche di un'economia avanzata non usano i depositi dei risparmiatori, né tanto meno 'moltiplicano' le riserve di moneta legale (cioè quella emessa dalla banca centrale, M0). Esse, in realtà, creano la maggior parte del denaro 'dal nulla'. La concessione di prestiti è il canale attraverso cui le banche commerciali creano la gran parte della moneta. Ogniqualevolta una banca concede un prestito, essa crea simultaneamente un deposito corrispondente nel conto corrente del mutuatario, a fronte di un suo impegno contrattuale con ipoteche, creando così nuova moneta. In questo contesto, dunque, la Banca Centrale non controlla direttamente la quantità di moneta. Essa fissa il tasso d'interesse al quale rifinanzia le banche con la moneta legale e tale tasso d'interesse influisce su quello effettivamente applicato dalle banche ai clienti.

Per approfondimenti teorici sul tema si vedano i filoni di ricerca economica di stampo post keynesiano, quali ad esempio il circuitismo, l'orizzontalismo e la Teoria Monetaria Moderna (vedi [qui](#) e [qui](#)).

E' allora ragionevole assumere che la domanda di nuovi prestiti da parte delle imprese, associata nel

nostro ragionamento all'aumento della capacità produttiva inutilizzata (riduzione della capacità utilizzata) nell'economia concorra a creare endogenamente moneta, determinandone una crescita dell'offerta. A questi vanno aggiunti i prestiti che le banche possono concedere alle famiglie allo scopo di sostenerne la domanda di beni ed evitare l'ulteriore inutilizzazione della capacità produttiva. C'è però un punto che va chiarito. Sebbene una banca possa creare denaro 'dal nulla', e quindi senza averlo materialmente a disposizione, essa è comunque vincolata a fornire contante qualora un cliente richiedesse di riscattare parte o tutto il deposito che detiene presso di essa. Se però molti dei suoi clienti non fossero in grado di restituire materialmente (con interessi) il debito contratto in precedenza, la banca potrebbe non disporre di quel contante e sarebbe costretta a procurarsi all'esterno la liquidità mancante, pena il proprio fallimento. Questa potrebbe provenire: a) da prestiti da altre banche del sistema, b) dall'emissione di bond, e c) dalla Banca Centrale. Se vengono meno le modalità a), b) resta solo la modalità c). Questo è quello che è esattamente accaduto, dopo l'esplosione della crisi dei mutui subprime nel 2007-2008, con l'avvio delle politiche di *Quantitative Easing*, prima degli Stati Uniti, poi dell'Europa e del Giappone. Per fornire la liquidità al sistema bancario le Banche Centrali hanno creato moneta elettronica che non esisteva prima, con cui sono stati acquistati titoli, ormai considerevolmente ridotti di valore a causa dello scoppio della bolla, detenuti dalle banche. Inoltre, anche attraverso l'istituzione di alcune misure non convenzionali (quali ad esempio il [TLTRO](#) della BCE) il sistema bancario ha potuto rinnovare prestiti anche ad imprese già molto indebitate.

Da quanto detto fin qui è lecito pensare che M cresca quanto maggiore (e perdurante) è la capacità inutilizzata nell'economia. Ma perché V dovrebbe scendere in modo considerevole? E' chiaro che maggiore (e perdurante) è la capacità inutilizzata nell'economia, peggiori sono le aspettative delle imprese sui profitti che potrebbero derivare dall'attività di investimento e produzione. La possibilità per le imprese di disporre di denaro a condizioni favorevoli, dunque, le spinge a continuare ad indebitarsi con le banche prediligendo gli investimenti in attività finanziarie rispetto agli investimenti in attività reali (si veda ad esempio [qui](#)). Questo determina una notevole caduta di V visto che tale variabile indica approssimativamente proprio il numero di volte in cui la moneta cambia di mano per transazioni relative a beni che vengono prodotti. L'aumento degli acquisti di stock finanziari determina poi un'alterazione del loro prezzo medio che rafforza la suddetta tendenza (vedi [qui](#)), con crescenti rischi di esplosione di bolle speculative e con un ulteriore indebolimento degli investimenti produttivi (vedi [qui](#)).

Conclusioni. La 'nuova' versione e l'interpretazione dell'equazione degli scambi proposta in queste pagine ha il pregio di rendere endogena V , così da suggerire che il problema dell'inflazione degli stock di ricchezza (azioni e titoli) sia un effetto indiretto dell'eccesso di capacità produttiva nell'economia reale e dell'associato processo di creazione di nuova moneta. Trasposto nella realtà delle economie moderne il ragionamento condotto ci induce a sostenere che, dato il perdurare del suddetto eccesso (sulla cronicizzazione del fenomeno vedi ad esempio [qui](#)), i rischi di esplosione di una nuova grande crisi siano ancora tutti sul tappeto. Proprio le politiche monetarie adottate in questi anni per finanziarlo hanno concorso infatti a rendere gli investimenti finanziari molto più convenienti degli investimenti nell'economia reale e ad innescare bolle speculative praticamente in tutti i mercati internazionali. Il risultato è che negli ultimi anni il rapporto debito/PIL mondiale è giunto a livelli inimmaginabili in precedenza (vedi rapporto McKinsey sul debito globale del 2015). Questo a dispetto del cauto ottimismo che aleggia da più parti sulla ripresa dell'economia mondiale.

* Fondazione Ugo Bordoni. Le opinioni espresse nel presente articolo sono di responsabilità esclusiva dell'autore e non riflettono necessariamente la posizione ufficiale dell'ente di appartenenza.