

## 24

## Lo stato non ha bisogno di vendere BTP per finanziarsi

“La vera funzione dell’emissione di titoli di Stato sul mercato da parte del governo è di consentire alla Banca Centrale di mantenere i tassi di interesse a breve termine a un certo livello.”<sup>i</sup> (Warren, Mosler)

1

Durante la crisi del debito pubblico italiano del 1994 la maggioranza degli esperti prevedeva che l'Italia dichiarasse default, perchè il debito pubblico era arrivato al 120% del PIL e i tassi di interesse erano il 12%, per cui il costo degli interessi assorbiva un 22% del bilancio dello stato italiano, contro una media degli altri paesi del 12%.

### Interessi sul Debito in % della Spesa Pubblica

Paesi	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Austria	6,6	6,9	7,0	6,9	6,5	7,3	7,2	7,0	6,9	6,6	7,0
Belgio	22,3	20,9	20,2	19,6	17,5	17,0	16,1	15,0	14,6	13,6	13,5
Francia	5,4	5,6	5,8	6,0	6,2	6,4	6,6	6,4	6,3	5,7	5,6
Germania	...	5,8	6,7	6,6	6,6	6,4	7,1	7,0	7,0	6,5	7,0
<del>Irlanda</del>	<del>10,2</del>	<del>17,0</del>	<del>15,7</del>	<del>14,8</del>	<del>13,7</del>	<del>12,9</del>	<del>11,5</del>	<del>10,3</del>	<del>9,9</del>	<del>7,1</del>	<del>6,4</del>
<b>Italia</b>	<b>19,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,1</b>	<b>22,5</b>	<b>21,2</b>	<b>22,1</b>	<b>22,0</b>	<b>18,5</b>	<b>16,6</b>	<b>13,8</b>	<b>13,8</b>
Norvegia	...	...	...	...	...	3,3	3,1	4,4	4,2	3,7	3,8
Paesi Bassi	10,6	10,9	11,2	10,9	10,4	10,0	10,7	10,4	10,0	9,3	8,3
Regno Unito	8,9	7,3	6,7	6,7	7,4	8,1	8,4	8,8	8,8	7,3	7,0
Spagna	...	...	...	...	...	11,5	12,1	11,3	10,2	8,8	8,3
Svezia	...	...	...	7,9	8,9	8,2	8,6	8,6	7,7	6,9	6,3
Svizzera	4,5	4,7	5,3	5,4	5,8	6,0	5,6	5,6	5,6	5,7	5,2
<b>Media paesi europei (*)</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>11,2</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>
Australia	11,7	10,1	9,1	9,8	11,0	10,7	8,9	7,4	6,6	6,1	5,6
Canada	19,4	18,0	17,5	17,6	18,2	19,7	19,6	18,9	18,4	17,9	17,3
Giappone	11,5	11,1	10,7	10,0	9,7	9,6	9,5	9,6	8,3	9,0	8,6
Nuova Zelanda	15,8	13,7	12,0	11,2	11,0	10,0	9,0	7,5	7,1	6,2	6,3
Stati Uniti	13,2	13,1	12,4	12,0	11,9	12,5	12,4	12,3	11,9	10,9	10,5
<b>Media paesi extraeuropei (*)</b>	<b>14,3</b>	<b>13,2</b>	<b>12,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,4</b>	<b>12,5</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>
<b>Media complessiva (*)</b>	<b>12,9</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>

La lira, uscendo dal sistema SME nel settembre 1992, si era appena svincolata dalla parità fissa con il marco e l'Italia era quindi tornata ad avere una valuta fluttuante. Warren Mosler gestiva un fondo hedge specializzato nel debito e riteneva che il mercato sbagliasse riguardo all'Italia, perché in un regime di cambi fluttuanti uno stato non aveva ragione di dare default sul debito denominato nella propria valuta. Per capire se il governo italiano se ne rendesse conto, andò parlare a Roma con il prof. Luigi Spaventa al Ministero del Bilancio e gli pose una questione

apparentemente strana: “qual’è il motivo per cui emetteva titoli di stato, per avere soldi da spendere o per evitare che i tassi di interesse a breve scendessero a zero? Spaventa rispose che il motivo operativo era “evitare che i tassi (interbancari) scendessero a zero”<sup>ii</sup>, in altre parole diceva che il governo italiano da un punto di vista operativo poteva procurarsi lire in ogni caso, non aveva bisogno di emettere titoli di stato. Avendo constatato che nel governo italiano si comprendeva di non essere a rischio di default, Mosler comprò BTP e quando Spaventa fece capire che l’Italia avrebbe rispettato gli impegni di pagamento, questi tornarono salire.

Mosler e molti altri assieme a lui<sup>iii</sup>, mostrano come funziona il sistema attuale, in cui lo stato non è vincolato a procurarsi moneta indebitandosi o tassando, perché di fatto quando spende crea la moneta che poi riceve vendendo titoli di stato. Quindi non solo non rischia di dare default, perché in senso lato oggi la moneta è elettronica e può essere prodotta senza costi, ma in ogni caso non si indebita per avere soldi da spendere e perché in ogni caso, quando prende a prestito riceve un accredito dalla Banca Centrale, con denaro che lei stessa crea.

Questo è quello che intende Spaventa quando dice lo stato non emette titoli di stato per finanziarsi (ma “per evitare che il tasso interbancario vada a zero”, che ora spieghiamo).

La nozione che abbiamo discussa finora è più ovvia: se parliamo di una nazione, il debito pubblico contabilmente rappresenta sia il passivo dello stato che l’attivo del settore privato (quando, come nel caso dell’Italia, questi ne detengono il 70%). Ma anche per i titoli di stato in mano a investitori esteri non esiste problema per lo stato (specificando sempre che questo accade nel sistema monetario attuale, in cui la moneta non è convertibile in oro o altre valute, non è agganciata a niente e ha un valore che fluttua sul mercato, mentre in passato le cose stavano altrimenti).

Nel sistema monetario attuale, quando lo stato spende o quando vende titoli di stato, non usa moneta come quella che utilizzano i privati, ma quella della Banca Centrale, una moneta di cui il 99% dei cittadini non ha mai sentore perché non circola tra loro, ma di cui si è cominciato a parlare sui giornali da quando c’è stata la crisi finanziaria e le banche centrali ne hanno creato per 9mila miliardi di dollari.

Anche se le leggi attuali impongono allo stato di indebitarsi sul mercato quando ha un deficit, dal punto di vista contabile invece quando vende titoli di stato riceve un accredito dalla Banca Centrale, con denaro che lei stessa crea “dal niente” (chiamato “riserve”). E viceversa, quando lo stato spende, la Banca Centrale addebita il suo conto e crea un accredito per la banca in cui viene depositato l’assegno del governo. Quando il governo vende titoli di stato la Banca Centrale presta riserve alle banche e

quando lo stato spende le vengono restituite.

Il fatto che nel sistema attuale, dal punto di vista operativo, quando il governo vende titoli di stato riceve denaro che la Banca Centrale ha creato appositamente può sembrare un dettaglio di contabilità, perché alla fine chi ha comprato ad es 1000 di BTP vede un addebito di 1000 e il conto dello stato presso la Banca Centrale aumenta di 1000. Ma se compri titoli di stato usando soldi che hai sul tuo conto, perché la banca deve simultaneamente riceverne dalla Banca Centrale ?

Warren Mosler e molti altri assieme a lui (di recente anche l'ex numero due del Tesoro sotto Clinton, nonché CEO di alcune grandi banche, Frank Newman, in un paio di libri) spiegano che questo riflette il fatto che lo stato usa moneta creata da lui stesso.

Quando si compra un BTP inviando un bonifico si immagina che la banca trasferisca l'importo esistente nel conto ad un conto dello stato, come per ogni altro pagamento. In realtà il Tesoro riceve i soldi dalla Banca Centrale, la quale accredita da una parte l'importo allo stato e dall'altra parte però accredita anche lo stesso importo alla banca. Hai una moltiplicazione contabile, chi ha comprato BTP li trova nel conto deposito, mentre il suo conto corrente si riduce di 100, lo stato riceve un accredito di 100 nel suo conto presso la banca centrale e si è indebitato di 100, ma appare anche un saldo di 100 nel bilancio della banca come prestito della banca centrale.

Quello che succede è che la Banca Centrale interviene creando un deposito per lo stato e un prestito per la banca, per cui in effetti operativamente è lei che finanzia la vendita di BTP. I soldi non vengono dalla Banca per conto del cliente, ma dalla Banca Centrale, e quando lo stato poi spende i soldi ricevuti la banca restituisce il prestito di riserve alla Banca Centrale.

Questo è come funziona operativamente il finanziamento dello stato quando vende titoli di stato in tutti i paesi. Non stiamo parlando qui di una "teoria" monetaria, ma di una descrizione del meccanismo reale, operativo e contabile, di come gli stati nella realtà si finanziano da decenni, ed è basato sulla moneta della banca centrale, cioè dello stato. In questo senso quindi si può affermare che **lo stato si finanzia con soldi che lui stesso crea** (tramite la banca centrale che è parte del settore statale).

Quello che segue è il meccanismo contabile, semplificato e stilizzato, dei pagamenti tra Banca Centrale, Tesoro e banche, che illustra come tutto avvenga tramite le riserve della banca centrale. Assumiamo per semplicità che lo stato e la banca centrale abbiano saldi zero nei loro conti e che le banche non abbiano riserve (del resto quelle obbligatorie sono solo l'1% in Europa). Assumiamo che la Banca abbia

due clienti, uno dei quali ha ottenuto un prestito e comprato una casa dall'altro.

Lo schema riflette i passaggi essenziali del funzionamento della moneta domestica, si sono omessi solo dettagli come i "repos"<sup>iv</sup> ad esempio.

*situazione iniziale*

**Tesoro**

attivo	passivo
0	0

Finora lo stato ha speso quanto incassato di tasse e il suo debito è zero e non ha soldi sul suo conto.

**Banca Centrale**

attivo	passivo
0	0

La Banca Centrale ha bilancio zero

Un privato, la persona X, ha avuto un mutuo dalla Banca A e comprato casa da un altro privato, Y. La banca A segna all'attivo il mutuo di X e gli crea un deposito, con cui X paga Y presso Banca A, che segna il deposito di Y al passivo. Il deposito di Y quindi copre il mutuo di X.

**Banca A**

attivo	passivo
100 mutuo a X	100 deposito per Y

**Persona X**

attivo	passivo
100 casa	mutuo di 100

**Persona Y**

attivo	passivo
100 depositi ad A	0
	patrimonio
	100

## Il governo vende BTP

Ora il governo (Tesoro) vende BTP indebitandosi e la Banca Centrale gli accredita presso di sé l'importo, creando un deposito a favore del Tesoro. Ma allo stesso tempo fa un prestito di riserve per lo stesso ammontare alla Banca A (che segna all'attivo). Perché? Perché quando il suo cliente X compra BTP con i soldi che ha nel suo deposito la Banca A perde il deposito, che andava a coprire (finanziare) il mutuo di Y.

5

### Tesoro

attivo	passivo
100 deposito alla Banca Centrale	100 BTP

il governo (il Tesoro) riceve un accredito dalla Banca Centrale

### Banca Centrale

attivo	passivo
100 prestito di riserve a banca A	100 deposito a favore del Tesoro

la Banca centrale si addebita 100 a favore del Tesoro e presta 100 di riserve alla Banca A il cui cliente Y compra BTP azzerando il suo deposito

### Banca A

attivo	passivo
100 mutuo a X	100 riserve in prestito dalla Banca Centrale

Banca A ora perde i 100 di deposito di Y che li usa per comprare BTP, per cui chiede un prestito alla Banca centrale per rimpiazzarlo

### Persona X

attivo	passivo
100 casa	mutuo di 100

### Persona Y

attivo	passivo
100 BTP	0
	patrimonio
	100

*situazione finale*

Il governo (il Tesoro), ha venduto BTP e ricevuto un accredito dalla Banca Centrale che gli ha creato un deposito presso se stessa. Allo stesso tempo la Banca Centrale ha anche dato un prestito di “riserve” dello stesso importo alla Banca A.

La cosa essenziale da notare è che quando un privato usa un suo deposito bancario per comprare titoli di stato (BTP) è la Banca Centrale che accredita al Tesoro l'importo in cambio dei BTP che ha comprato il cliente della Banca.

La Banca Centrale copre lei per ora lo scopenso nel bilancio della Banca A, prestandole delle "riserve". Nel corso del tempo arriveranno altri depositi alla Banca, ad esempio quando il governo spende e accredita il conto di qualcuno che deposita i soldi in banca e con questi soldi la Banca ripagherà il prestito della Banca Centrale.

**Spesa in Deficit del governo**

Il governo ha ora 100 che la Banca Centrale gli ha accreditato quando si è indebitato vendendo BTP e li spende (in deficit) pagando 100 alla persona X (come stipendi o servizi).

ff

**Tesoro**

attivo	passivo
0	100 BTP
patrimonio negativo	patrimonio
100	----

(Nota che i BTP per il Tesoro sono una passività e per i privati un attività. Se il governo tenesse un bilancio come un'impresa, il Tesoro dovrebbe segnarsi all'attivo un "patrimonio negativo").

**Banca Centrale**

attivo	passivo
100 prestito di riserve a Banca A	100 deposito di riserve a Banca A

La Banca Centrale accredita ora un “deposito di riserve” alla Banca A che riceve un deposito da X.

Banca A riceve i soldi che X le deposita, avendoli ricevuti dal governo che li ha spesi in deficit. In questo modo Banca A rimpiazza il deposito che aveva perso quando Y aveva usato i suoi 100 euro per comprare BTP.

## Banca A

attivo	passivo
100 mutuo a X	100 riserve in prestito dalla Banca Centrale
100 riserve	100 deposito per X

La persona X ha ricevuti 100 dal governo, che ha pagato ad esempio uno stipendio.

## Persona X

attivo	passivo
100 casa	mutuo di 100
100 deposito a Banca A	----
	patrimonio
	100

La persona Y è rimasta con la sua ricchezza finanziaria (BTP) di 100 che aveva comprato in precedenza.

## Persona Y

attivo	passivo
100 BTP	0
	patrimonio
	100

Questo è lo schema contabile di come funzionano le banche e le banche centrali e consente di vedere che lo Stato (inteso come Tesoro più Banca Centrale) si finanzia sempre con moneta che in realtà lui stesso crea.

Il fatto che i pagamenti e gli incassi del governo si bilanciano continuamente, per cui si vendono BTP e allo stesso tempo si spende fa sì che questi accrediti e addebiti presso la banca centrale si compensino continuamente e di norma i saldi di “riserve” sono minimi e nessuno nota il meccanismo. Ma dal 2009 invece di colpo la quantità di riserve è esplosa di quasi dieci volte e il meccanismo è stato usato per creare moneta in percentuali pari al 20-25% del PIL in Europa e America (a favore del

sistema finanziario). Non si tratta quindi di un semplice meccanismo di compensazione contabile. Il governo si finanzia con denaro che proviene, da un punto di vista funzionale o operativo, sempre dalla sua Banca Centrale (a meno che non si tratti di investitori esteri) e in caso di necessità quindi può attivare il meccanismo per surrogare le banche o gli investitori.

Nell'esempio si vede che imprese e famiglie possono comprare titoli di stato o con moneta che viene da prestiti, e in questo caso però, al netto dei debiti, la ricchezza finanziaria sarebbe nulla. Oppure con moneta che viene dalla spesa pubblica in deficit, quando lo stato fornisce spendendo più moneta di più di quella che toglie tassando, e in questo caso si crea alla fine ricchezza finanziaria netta (da debiti) nel settore privato. (L'unica altra possibilità di ottenere moneta o ricchezza finanziaria netta è ovviamente incassare valuta estera, avere un surplus estero per il settore privato)

Quindi è la spesa pubblica in deficit che crea moneta, o attività finanziarie, per il settore privato. I privati (parlando di famiglie e imprese nel loro insieme) possono avere della moneta sotto forma di prestiti, che sono liquidità, ma non costituiscono un patrimonio netto (da debiti). Solo quando lo stato spende in deficit, in eccesso di quanto incassa di tasse, si aggiunge anche moneta "vera" (non credito) nel settore privato.

Se lo stato, come è ora la norma, quando ha deficit vende BTP, assorbe la moneta che crea con i deficit e allora crea invece di semplice moneta (depositi in banca) attività finanziarie nette, cioè appunto BTP detenuti dal pubblico.

Nello schema prima il governo si indebita vendendo titoli di stato (e ricevendo un accredito dalla banca centrale) e poi spende i soldi ricevuti. Ma se si comprende lo schema descritto sopra si vede che è solo un fatto legale, il governo potrebbe invece prima spendere e poi vendere titoli di stato, dato che in ogni caso la Banca Centrale ne finanzia la vendita.

Perché il sistema finanziario è disegnato in questo modo, cioè utilizza sempre la moneta della banca centrale per finanziare lo stato? Il motivo intuitivo è che il sistema bancario moderno per sua natura è soggetto a periodiche crisi di liquidità, può cioè non essere in grado di trovare la liquidità per effettuare pagamenti e il governo vuole essere certo in ogni circostanza di "avere i soldi" e se li fa garantire dalla Banca Centrale. Al governo occorre una sua banca speciale con un bilancio "magico", che può aumentare di centinaia o migliaia di miliardi immediatamente e finanziare qualunque spesa necessaria dello stato.

## Note

<sup>i</sup> Warren Mosler, *Soft Currency Economics*. 2a ed. West Palm Beach, Adams, Viner and Mosler, 1995

<sup>ii</sup> Mosler: “Perché l’Italia sta emettendo titoli di Stato? Per ottenere lire da spendere o, piuttosto, perché se voi non emettete titoli il tasso interbancario della lira cadrebbe fino a 0 mentre il vostro tasso obiettivo è 12%?” Spaventa: “Il tasso interbancario scenderebbe allo 0,5% perché noi paghiamo 0,5% di interesse sulle riserve bancarie.”, si consulti l’indirizzo [memmt.info/site/quando-il-professor-spaventa-incontro-warren-mosler](http://memmt.info/site/quando-il-professor-spaventa-incontro-warren-mosler).

<sup>iii</sup> Mosler è stato oggetto di reportage su tutta la stampa finanziaria, su l’*Economist*, per esempio (“Marginal Revolutionaries”, dicembre 2011), come principale esponente di una scuola economica designata spesso come “Modern Monetary Theory” alternativa a quella ortodossa ora dominante. Dopo aver abbandonato la gestione attiva degli investimenti, si è dedicato a scrivere di economia monetaria e ha compiuto uno sforzo organizzativo per aggregare economisti in diversi Paesi e di diverse ispirazioni, in linea con queste idee. Sono oggi parte di questo filone per esempio Randall Wray, James Galbraith, Stephanie Kelton negli Stati Uniti, Bill Mitchell in Australia. Anche Marc Lavoie, Mario Secareccia in Canada, Gennaro Zezza in Italia condividono un’ analoga impostazione di analisi in materia di deficit, moneta e debito, con alcuni distinguo: (“*The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique*” Marc Lavoie, marzo 2013, *Journal of Economic Issues*). Queste nozioni su deficit e moneta sono condivise anche da esperti noti di altra estrazione e non accademici come, per esempio, Bernard Litaier della Banca Centrale del Belgio ed uno dei maggiori esperti mondiali di moneta, Martin Wolf, il principale commentatore economico del *Financial Times*, Anatole Kaletsky di Reuters e Lord Adair che vengono dal direttivo della Banca di Inghilterra e sono tra le maggiori personalità del mondo finanziario inglese e Frank Newman, l’ex numero due del Tesoro sotto Clinton nonché CEO di alcune grandi banche, vedi: “*Freedom from National Debt*”, 2013

<sup>iv</sup> i) I titoli di stato vengono comprati pagando con conti presso la banca centrale (chiamati “riserve”), cioè con un addebito del saldo della banca presso la banca centrale e un accredito al conto del Tesoro (sempre presso la banca centrale), ii) per garantire che le banche abbiano abbastanza “riserve”, cioè saldi nei loro conti quando c’è l’asta dei titoli di stato, la banca centrale compra temporaneamente titoli di stato dalle banche e le paga con “riserve” (accredita i loro conti presso di sé). Queste promettono di ricomprarli entro qualche settimana in una transazione chiamata “repo” o repurchase agreements, iii) il governo (il Tesoro) vende i titoli tramite le banche e ottiene così “riserve”, un saldo nel suo conto presso la banca centrale, da cui può spendere, iv) una volta assorbita l’asta di titoli di stato, i “repo” (repurchase agreements) vengono chiusi, cioè l’operazione si inverte, con la banca centrale che rivende e le banche che ricomprano i titoli di stato e in questo modo riducono le loro “riserve”, iv) quando il governo spende avviene il contrario, accredita le “riserve” delle banche (sempre presso la banca centrale) e queste accreditano i conti dei clienti che beneficiano dei pagamenti dello stato (di stipendi o pensioni o altro).