

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Aprile 2023

1-2

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	CARMINE DI NOIA, OCSE
ELENA BECCALI, Università Cattolica del S. Cuore	LUCA ENRIQUES, University of Oxford
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore	GIOVANNI FERRI, LUMSA
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	GUR HUBERMAN, Columbia University
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
ENRICO MARIA CERVELLATI, Link Campus University	CLEMENS KOOL, Maastricht University
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	NADIA LINCiano, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
LAURENT CLERC, Banque de France	FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
RITA D'ECCLIESIA, Sapienza - Università di Roma	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i>	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Paola Fersini, Vincenzo Formisano, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

SOCI ONORARI

GIUSEPPE DI TARANTO, ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARACINELLI

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTE

GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO', FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXIX (NUOVA SERIE)

GENNAIO-APRILE 2023 N. 1-2

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO	Sostenibilità del debito tra crescita e regole di aggiustamento fiscale	3 - 8
---------------	---	-------

Saggi

F. BALDI		
A. PANDIMIGLIO	I fondi di investimento in infrastrutture sostenibili:	
M. PARCO	una classificazione empirica	
C.M. ROMANO	degli orientamenti "ESG"	9 - 65
A. FORTE	Moratorie e prestiti con garanzia statale nel corso della crisi pandemica: differenze tra Paesi europei	67 - 102

Contributi

C. AMENDOLA		
S. LA BELLA	<i>Digital transformation in banking:</i>	
M. SAVASTANO	un'analisi empirica delle attuali sfide	
A. GENNARO	e prospettive del settore bancario in Italia	103 - 142

Interventi

R. CESARI	Inflazione e assicurazioni	143 - 155
-----------	----------------------------------	-----------

Rubriche

La trasformazione digitale nei servizi finanziari. Gli intermediari e l'ecosistema Fintech (R. Ferretti, R. Baiocchi)	157 - 164
Le nuove procedure di sovraindebitamento alla luce del codice della crisi di impresa e dell'insolvenza (F. Cantiello)	165 - 175
Bankpedia: <i>Helicopter Money</i> (F. D'Angelo)	177 - 191

Recensioni

G. La Malfa, <i>Keynes l'eretico - Vita e opere del grande economista che ha cambiato l'Occidente</i> (F. Cucuccio)	193 - 195
--	-----------

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione del numero successivo) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it

*Gli articoli di norma non dovranno superare le 35 cartelle stampa e dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui **criteri redazionali** si rinvia al sito della Rivista.*

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio una copia della Rivista

Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: redazione@rivistabancaria.it

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato

Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di marzo 2023 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

BANKPEDIA
IL DIZIONARIO ENCICLOPEDICO ON-LINE
DI BANCA, BORSA E FINANZA*

VOCI PUBBLICATE

Helicopter Money

di Francesco D'Angelo

* * *

Abstract

Il termine “Helicopter Money” sta ad indicare una politica monetaria non convenzionale che si sostanzia in un trasferimento fiscale esplicitamente finanziato con nuova moneta e che produce una perdita nel bilancio della banca centrale (Galí 2020). I fautori di questa politica sostengono che essa sia una misura estrema, ma molto efficace nello stimolare la domanda aggregata, e per motivi di prudenza sarebbe meglio ricorrervi solo in situazioni di particolare depressione macroeconomica. D'altro canto, gli studiosi contrari all'Helicopter Money si concentrano prevalentemente sui rischi derivanti

* Vengono pubblicate sulla Rivista Bancaria - Minerva Bancaria alcune voci del progetto Bankpedia, il Dizionario Enciclopedico on-line di Banca, Borsa e Finanza sponsorizzato dall'Associazione Nazionale per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa (ASSONEBB) di Roma. www.bankpedia.org

da una sua implementazione in termini di indipendenza e credibilità della banca centrale, ai quali seguono il rischio di utilizzo eccessivo di que-

sta politica e la conseguente inflazione. La scarsa evidenza empirica a riguardo non permette ancora di dare ragione a una delle due parti.

Introduzione

“Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops an additional \$1,000 in bills from the sky, which is, of course, hastily collected by members of the community. Let us suppose further that everyone is convinced that this is a unique event which will never be repeated.” (Friedman, 1969, p. 4)

L'espressione “Helicopter Money” nasce da queste parole di Milton Friedman, risalenti al 1969. Appare subito necessario contestualizzarle, in quanto questa “parabola” non era intesa dall'autore come una vera e propria proposta di policy. Friedman ricorse a questo espediente al fine di mostrare come, in un modello estremamente semplice atto a mettere in risalto i meccanismi alla base della teoria monetaria, un aumento dell'offerta di moneta si sarebbe inevitabilmente tradotto in un aumento

dei prezzi.

Dal momento che l'idea di lanciare soldi dall'elicottero è chiaramente poco realistica, una definizione più moderna di Helicopter Money è stata fornita di recente da Jordi Galí, secondo il quale con questo termine si intende un trasferimento fiscale esplicitamente finanziato con nuova moneta, che produce una perdita nel bilancio della Banca centrale. Dato che le banche centrali non godono di legittimazione popolare, è impensabile che siano esse stesse ad effettuare direttamente un trasferimento fiscale ai cittadini. Infatti, si è discusso molto di più sulla possibilità che una banca centrale acquisti, emettendo nuova moneta, dei particolari di titoli del debito pubblico emessi appositamente per finanziare una politica fiscale espansiva (Money Financed Fiscal Programs). Questi

titoli non garantiscono alcuna cedola all'acquirente e vengono detenuti a scadenza infinita, quindi l'aumento della base monetaria che ne scaturisce è permanente. Nel bilancio della banca centrale si registrerebbe un aumento delle passività commisurato all'emissione di nuova moneta, ma nessun aumento dal lato degli asset dato che questi titoli avrebbero per ovvi motivi valore di mercato zero.

Benefici e costi

L'implementazione di questa policy comporterebbe, almeno a livello teorico, una serie di benefici. In primo luogo, essa non grava sul debito pubblico, in quanto i titoli del debito pubblico emessi non devono essere rimborsati (non hanno scadenza) e non comportano costi in termini di interessi passivi.

In secondo luogo, dovrebbe permettere di evitare una riduzione dei consumi dettata dal principio di Equivalenza Ricardiana. In base a tale principio, l'effetto di una politica fiscale espansiva finanziata con debito è ridotto o annullato da una riduzio-

Di conseguenza viene a crearsi una perdita nel patrimonio netto della banca centrale. Grazie a questa definizione dovrebbe risultare chiara la differenza tra l'Helicopter Money e altre politiche non convenzionali come il Quantitative Easing o la monetizzazione del debito (dove i titoli di stato hanno sempre una scadenza e garantiscono un interesse).

ne nel consumo dei cittadini, i quali si aspettano un futuro aumento delle tasse.

Infine, bisogna citare il fatto che quando la politica monetaria convenzionale è inefficace, e i tassi di interesse rimangono fermi intorno allo zero, la politica fiscale dovrebbe risultare particolarmente efficace. Infatti, in condizioni normali, un aumento della spesa pubblica dovrebbe comportare un aumento dei tassi di interesse (causato dall'aumento della domanda di moneta a scopo transattivo). Ciò andrebbe a ridurre in parte l'iniziale effetto espansionistico della politica

fiscale. In un modello IS-LM ci si riferisce a questo effetto controproducente con il termine di “crowding out” o “spiazzamento” (Blanchard, 1991). Tuttavia, in una condizione di trappola della liquidità, che implica il fatto che i tassi di interesse rimangano prossimi allo zero, questo effetto di “crowding out” è ridotto o annullato, e di conseguenza la politica fiscale risulta particolarmente efficace nello stimolare la domanda aggregata.

Vi è, in generale, una linea di pensiero comune tra gli studiosi favorevoli all’Helicopter Money. Nessuno di loro propone gli “helicopter drops” come politica strutturale, i forti effetti inflazionistici che ne seguirebbero sono evidenti a tutti. Essi ritengono che questa sia una politica cui ricorrere in casi estremi, specie in paesi con elevato debito e che hanno subito shock di domanda che allontanano l’inflazione dal target delle banche centrali, e nei casi in cui gli strumenti convenzionali (e non) abbiano perso la loro efficacia.

Dal lato dei costi e dei pericoli che possono scaturire dall’implementazione di un “helicopter drop” abbiamo innanzitutto la già citata

creazione di una perdita nel bilancio della banca centrale. Molti fautori dell’Helicopter Money non ritengono che questo sia un problema, dato che le banche centrali sono soggette a regole contabili particolari che potrebbero anche essere modificate in base alle necessità del momento. C’è comunque da tenere a mente che una forte riduzione delle riserve di una banca centrale, e il rischio che il suo capitale diventi negativo, andrebbero a minare fortemente la sua credibilità, uno dei requisiti più importanti ai fini dell’efficacia delle sue operazioni.

Un ulteriore problema riguarda il coordinamento tra autorità fiscale e monetaria necessario per implementare una policy di questo tipo. Si è infatti esposti al rischio di compromettere l’indipendenza della banca centrale e di entrare in un circolo vizioso di reiterati finanziamenti monetari dei deficit pubblici. Una volta sdoganato questo strumento, infatti, l’incentivo alla monetizzazione dei deficit potrebbe diventare sempre più attraente per diverse ragioni. Potrebbe, per esempio, entrare in gioco il meccanismo della cosiddetta “tassa da inflazione”, in base al quale il

governo (inteso come aggregato di autorità fiscale e monetaria) ha un forte incentivo a monetizzare i deficit e a far crescere l'inflazione in modo da ridurre il peso del debito pubblico, che verrebbe nei fatti ripagato dai cittadini in termini di perdita di potere d'acquisto. In alternativa, si potrebbe pensare ai forti incentivi dei policymakers a ricorrere alla stampa di nuova moneta nei casi in cui la crescita non fosse conforme alle loro aspirazioni. Piuttosto che andare a contrastare le vere cause di una cattiva performance economica attraverso le riforme strutturali necessarie, si finirebbe per ricorrere continuamente all'Helicopter Money.

Secondo la linea di pensiero comune dei contrari all'Helicopter Money sono proprio l'equilibrio finanziario e la prudenza nella gestione dei rischi a rendere una banca centrale credibile e degna di fiducia. Ed è

grazie alla credibilità e alla fiducia da parte del pubblico che la banca centrale è in grado mantenere stabile il livello dei prezzi e la forza della propria valuta: *"Only institutions that are perceived as financially viable can expect their liabilities to be held by others as assets; central banks are no exception."* (McCormack, Mag 2, 2016). Sostanzialmente l'Helicopter Money trasferisce i rischi dal bilancio dello Stato a quello della banca centrale e, secondo McCormack, c'è un limite oltre il quale la fiducia nella solidità della banca centrale, e quindi anche la fiducia nella valuta da lei emessa, sarebbero irrimediabilmente compromesse. Questo limite è sconosciuto e impossibile da individuare a priori e perciò sarebbe troppo rischioso intraprendere il sentiero che più matto a rischio l'indipendenza, la credibilità, e la solidità di una banca centrale.

Sviluppo del dibattito dal 1969 all'era del Covid-19

I tre decenni che hanno seguito la pubblicazione di Friedman (anni Settanta, Ottanta e Novanta) sono

stati caratterizzati da alti livelli di inflazione in molte parti del mondo. Non vi fu quindi ampio dibattito sul

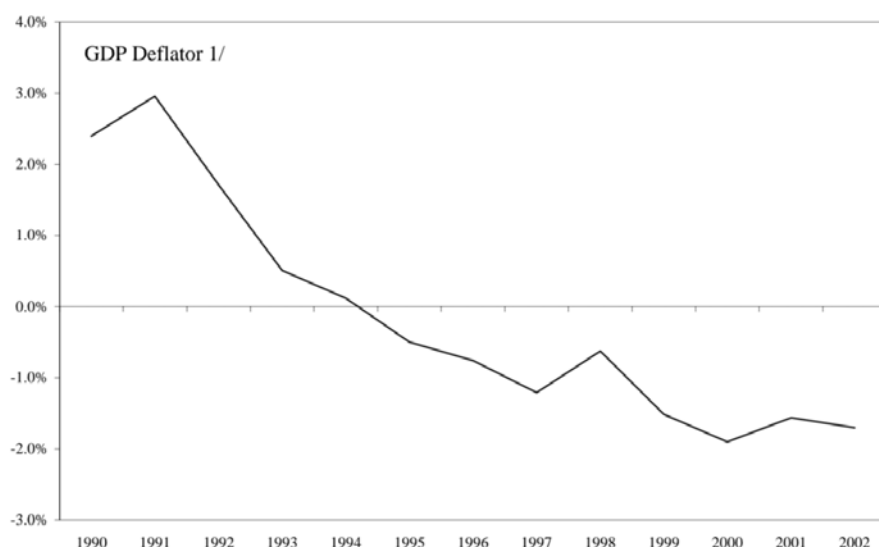
tema “Helicopter Money” dato che, come precedentemente spiegato, uno dei suoi principali possibili effetti nefasti è proprio quello di generare eccessiva inflazione, proprio lo stesso problema che diverse banche centrali stavano affrontando in quegli anni, spesso trovandosi costrette a ricorrere al cosiddetto “divorzio” dalle autorità fiscali.

Dobbiamo aspettare i primi anni del nuovo millennio per vederlo riemergere con forza grazie all'intervento di Ben Bernanke (2003), ai tempi membro del Board of Governors della FED, di fronte alla Japan Society of Monetary Economics. In seguito ai forti tassi di crescita registrati nel dopoguerra, il Giappone si trovò ad affrontare un periodo di recessione e stagnazione, cominciato all'inizio degli anni Novanta, che viene oggi definito “decennio perduto”. Tra le principali cause di questa fase recessiva abbiamo sicuramente lo scoppio di una bolla nei mercati azionario e immobiliare nel 1991 (Matousek et al., 2019). Allo scoppio della bolla seguirono cali della domanda aggre-

gata, l'erosione dei capitali bancari e diversi fallimenti di istituti di credito. Così la crisi finanziaria si trasferì all'economia reale ed ebbe inizio, appunto, il “decennio perduto” giapponese. Con il protrarsi di questa situazione negativa, si arrivò a registrare un calo del livello dei prezzi (deflazione) a partire dal 1995, come mostrato in figura 1 dall'andamento discendente del deflatore del PIL.

Come è noto, la deflazione comporta un aumento del costo reale del debito per le imprese e per il pubblico, quindi un ritorno ai forti ritmi di crescita raggiunti in precedenza sembrava sempre meno probabile. Nei fatti, molti altri fattori influenzarono negativamente l'economia del Giappone negli anni Novanta. Krugman (1998) ripropose il concetto di trappola della liquidità per darne una possibile spiegazione. Hayashi e Prescott (2002) attribuirono la causa del decennio perduto a una scarsa crescita della produttività totale dei fattori (TFP) e alla riduzione dell'orario lavorativo settimanale.

Figura 1 - Deflatore del Pil, Giappone (1990-2002)



Fonte: Baig (2003)

Indagare quali siano state le vere cause del “decennio perduto” non è obiettivo di questo elaborato, ma è importante capire che questo è il contesto in cui Bernanke ripropose nel 2003 il tema “Helicopter Money”. Egli, consapevole della necessità di ampie riforme strutturali in Giappone, fondamentali per rimettere il paese su un giusto sentiero di crescita, suggerì di combattere inizialmente il problema della deflazione, in modo tale da apportare benefici all’economia su un piano reale e psicologico e rendere così più facile il raggiungimento degli altri obiettivi di riforma (ristrutturazioni e ricapitalizzazione

bancarie, sviluppo verso una maggior liquidità dei mercati dei capitali etc.). Il metodo più efficace per contrastare la deflazione sarebbe stato, a suo avviso, quello di coordinare la politica fiscale e quella monetaria. Sostanzialmente, egli suggerì un taglio delle tasse (politica fiscale espansiva) accompagnato da un aumento degli acquisti del debito pubblico da parte della BOJ (politica monetaria espansiva) tale da rendere il taglio delle tasse effettivamente finanziato da emissione di nuova moneta.

Ad ogni modo, dopo gli alti livelli di inflazione raggiunti in molte parti del mondo nei decenni precedenti,

politiche monetarie così espansive erano viste con molto scetticismo in ambito accademico e da parte dei policy makers, infatti, a partire dal 2001, la Bank of Japan decise di optare per il Quantitative Easing. In generale, molti analisti concordano sul fatto che la QEP (Quantitative Easing Policy) giapponese non abbia avuto il successo sperato nello stimolare la domanda aggregata e nel riuscire a combattere la deflazione, tant'è che alcuni studiosi sono arrivati a parlare di "Ventennio Perduto" (includendo anche i primi dieci anni del nuovo millennio nel periodo di stagnazione del Giappone).

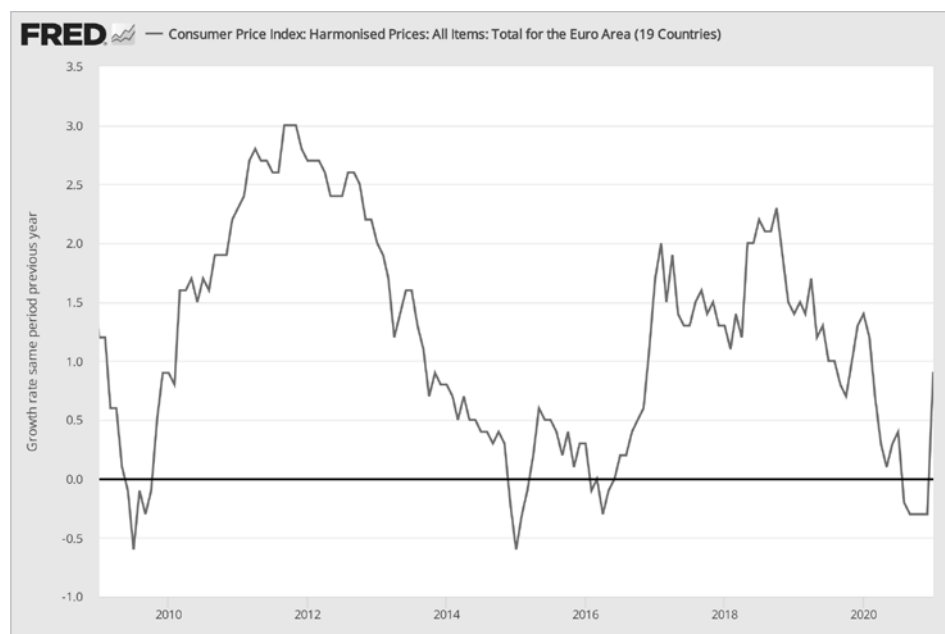
Il dibattito sul tema "Helicopter Money" riemerse fortemente intorno al 2016. Dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 molti stati in Europa furono costretti ad ampliare i loro deficit in conseguenza di un calo delle entrate fiscali (dovuto alla contrazione dell'attività economica) e di numerosi salvataggi pubblici di istituzioni finanziarie. I mercati iniziarono quindi a sospettare che alcuni stati (Grecia, Italia, Portogallo, Spagna e Irlanda) non fossero in grado di ripagare il proprio debito e così prese avvio la

cosiddetta "Crisi del debito sovrano europeo" (Mishkin et al., 2019, pp. 101-102). Il forte aumento dei rendimenti sui titoli di stato di questi paesi (lo spread sui titoli italiani raggiunse i 570 punti base nel novembre 2011) e le misure di austerità imposte dall'UE portarono a una nuova contrazione dell'attività economica e, a partire dal 2013, l'inflazione tornò a scendere ben al di sotto del target europeo, come mostrato in figura 2.

La BCE intraprese quindi un programma non convenzionale di acquisto di titoli (APP: Asset Purchase Programmes, un altro nome per il Quantitative Easing) a partire dalla metà del 2014, al fine di assicurare la stabilità dei prezzi e supportare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In aggiunta, il tasso sui depositi overnight presso la BCE venne fissato per la prima volta a un livello negativo (-0.1%), per poi essere abbassato ancora negli anni successivi. L'intenzione era quella di favorire l'erogazione del credito da parte delle banche, le quali, in caso di eccessiva detenzione di liquidità, avrebbero perso una parte del deposito presso la BCE. Fino al 2017 gli

effetti di tali politiche sull'inflazione la forte discesa dei tassi di interesse in stentarono a farsi vedere nonostante tutta Europa.

Figura 2 - Indice dei prezzi al consumo, Eurozona (2009-2021)



Fonte: Federal Reserve Economic Data (cfr. sitografia FRED)

Di conseguenza, dal 2016 si tornò a discutere animatamente di “Helicopter Money” e si inasprirono le critiche verso le politiche messe in atto dalla BCE. In generale, il tentativo di stimolare la domanda aggregata e aumentare l’inflazione passando per il settore bancario non stava avendo gli effetti sperati a causa di diversi fattori fra cui annoveriamo l’invecchiamento della popolazione (che comporta un aumento del risparmio aggrega-

to), il basso costo delle materie prime, l’eccesso di debito (che scoraggia la spesa), l’innovazione tecnologica (che riduce i costi del commercio) e altri (Tabellini, Apr 19, 2016).

C’era quindi, in linea teorica, ancora uno strumento a disposizione delle banche centrali per stimolare la domanda. Stampare moneta e distribuirla direttamente ai cittadini, proprio come nel faceto esempio di Friedman. Bisogna porre subito

attenzione sul fatto che se un “helicopter drop” venisse implementato in questo modo, prima del problema economico è evidente che ne sorgerebbe uno di natura politica. Riportiamo le parole di Vincenzo Visco, ex ministro delle Finanze e del Tesoro:

“.. la banca centrale si troverebbe a decidere entità e modalità di un trasferimento ai cittadini, senza alcuna legittimazione politica o istituzionale. Anche se non fosse proibito dalla legge, una banca centrale che effettuasse trasferimenti permanenti ai cittadini si troverebbe presto privata della sua indipendenza e della sua legittimità.” (Visco, Mar 10, 2016).

Non a caso, il dibattito del 2016 sul tema “Helicopter Money” è stato concentrato maggiormente sulla possibilità più realistica di un finanziamento monetario di politiche fiscali espansive.

Adair Turner (2015), ex presidente della ormai abolita Financial Services Authority inglese (FSA), si è concentrato in particolare su questo aspetto, come testimonia il titolo di un suo paper presentato verso la fine del 2015 presso il Fondo Monetario Internazionale: “The Case for Mone-

tary Finance – An Essentially Political Issue”.

L'intenzione dell'autore è proprio quella di mostrare come il cuore della questione consista nel riuscire ad impostare un sistema di regole, istituzioni e relazioni che permettano di godere dei benefici della Monetary Finance evitando i pericoli collegati ad un suo eccessivo utilizzo. Egli accenna anche a una possibile soluzione applicabile alla Bank of England. Il Monetary Policy Committee (MPC) potrebbe continuare a adoperare la sua strategia di inflation targeting al 2% nel medio periodo e, nei casi in cui ritiene sia il modo più efficace per raggiungere il suddetto target, potrebbe raccomandare un aumento del deficit di bilancio del governo che sarebbe poi finanziato interamente dalla creazione di nuova moneta. La decisione su come allocare precisamente i fondi spetterebbe poi al governo (che gode di legittimazione politica). Un punto cruciale è che la banca centrale dovrebbe mantenere il completo controllo sulla quantità di finanziamento monetario dei deficit, al fine di preservare la sua indipendenza. E in linea teorica nulla vieta

che le regole e le responsabilità vengano costruite in modo tale da assicurare massima disciplina a riguardo e in modo da evitare regimi di “dominanza fiscale”¹

Turner ritiene ragionevole e rispetta quel filone di pensiero secondo cui, nonostante venga riconosciuta l'efficacia della Monetary Finance, essa viene vietata in qualsiasi circostanza al fine di prevenirne un utilizzo eccessivo. Tuttavia, questa scelta andrebbe ponderata con la gravità delle conseguenze che possono derivarne e, secondo l'autore, il contesto economico di quel periodo era tale da rendere poco saggia una completa esclusione di questa policy. Il massiccio impiego degli strumenti convenzionali di politica fiscale e monetaria non era stato in grado di riportare la domanda aggregata ai normali livelli di crescita ed escludere la Monetary Finance dai possibili strumenti di policy sarebbe stato, secondo Turner, seriamente limitante per molte economie.

Infine, le severe crisi economiche causate dal diffondersi del virus

COVID-19 hanno offerto un nuovo palco per il dibattito tra favorevoli e contrari all'Helicopter Money.

Al fine di far fronte all'emergenza sanitaria dovuta alla diffusione del virus, la gran parte dei governi ha deciso di imporre il lockdown ai propri cittadini nel corso del 2020. La chiusura prolungata della maggioranza delle attività ha generato forti recessioni economiche in tutti i paesi. Come evidenziato da Jordi Galí (2020), la recessione è solo un primo effetto diretto della crisi. Essa si accompagna a un forte aumento della disoccupazione, che va poi ad incidere negativamente sui redditi e sui consumi. Le imprese possono decidere di non tagliare i loro costi (salari, affitti, etc...) ricorrendo a prestiti bancari, ma le banche sarebbero sicuramente poco propense a elargire prestiti data l'alta probabilità di default. E' inevitabile, quindi, l'intervento del governo, che deve farsi carico di queste spese aggiuntive (tramite trasferimenti ai cittadini e tagli alle tasse) senza che i privati siano costretti a ricorrere

1 L'esempio di un caso opposto potrebbe essere fornito dall'Italia, dove fino al 1981 la Banca d'Italia aveva l'obbligo di acquistare i titoli di stato rimasti invenduti al pubblico, e di conseguenza mancava di una sua indipendenza e di un pieno controllo sull'offerta di moneta.

all'indebitamento. Gali individuò dei seri pericoli per i paesi dell'Eurozona nel caso in cui si fosse deciso di finanziare tramite debito queste politiche di sostegno all'economia. Il docente spagnolo e i numerosi sostenitori dell'Helicopter Money hanno quindi visto nella crisi economica causata dalla pandemia una seria occasione per poter implementare questo tipo di policy. Nell'Eurozona si iniziò a discutere sulla possibilità per i governi di emettere bond perpetui per finanziare le spese necessarie al sostegno dell'economia, bond che sarebbero stati acquistati e detenuti permanentemente dalla Banca Centrale Europea (Masciandaro, 2020).

Ad ogni modo la strada intrapresa dalle istituzioni europee al fine di combattere la recessione non è stata quella dell'Helicopter Money. Le ingenti spese di sostegno all'economia sono state finanziate con nuovo debito a carico dei governi dell'Eurozona (NextGenerationEU), e il tutto è stato accompagnato da un ulteriore allentamento della politica monetaria (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). C'è da evidenziare il fatto che queste misure hanno

comportato importanti passi in avanti per quanto riguarda una maggiore integrazione economica all'interno dell'Eurozona. In primo luogo, non sono stati i singoli governi a rivolgersi ai mercati per ottenere i fondi necessari, bensì la Commissione europea: "Per finanziare NextGenerationEU, la Commissione europea assumerà, a nome dell'Unione europea, prestiti sui mercati finanziari a tassi più favorevoli rispetto a molti Stati membri e ridistribuirà gli importi" (cfr. *sitografia Commissione europea*). Inoltre, è stato permesso ai singoli governi di deviare in via straordinaria dal vincolo del 3% sul rapporto deficit Pil imposto dal Patto di Stabilità e Crescita.

Anche dal lato della politica monetaria il PEPP (che consiste in acquisti di titoli pubblici e privati per un ammontare complessivo di 1850 miliardi di euro) ha permesso di introdurre due novità. Gli acquisti di titoli del debito pubblico non devono più essere necessariamente commisurati alla quota di Capital Key detenuta dai vari paesi membri. Inoltre, la BCE ha ricominciato ad acquistare titoli del debito pubblico della Grecia, derogando eccezionalmente ai

requisiti di rating che impone per l'acquisto dei titoli e dimostrando

così un maggior grado di solidarietà a livello europeo.

Conclusione

Lo scopo di questa trattazione è quello di presentare il tema “Helicopter Money” e riassumerne i punti salienti del dibattito accademico in materia. In generale, i fautori di questa politica sostengono che essa sia una misura estrema, ma molto efficace nello stimolare la domanda aggregata, e per motivi di prudenza sarebbe meglio ricorrervi solo in situazioni di particolare depressione macroeconomica.

“Money-financed fiscal interventions are a powerful tool. The caveats mentioned above suggest that policymakers should resort to them only in emergency situations, when other options are bound to be ineffective or trigger undesirable consequences, current or future (e.g. a debt crisis down the road).” (Galì, 2020, p. 60)

I contrari all’Helicopter Money, invece, si concentrano prevalentemente sui rischi derivanti da una sua

implementazione in termini di indipendenza e credibilità della banca centrale, ai quali seguono il rischio di utilizzo eccessivo di questa politica e la conseguente inflazione.

La scarsa evidenza empirica a riguardo non permette di dare ragione a una delle due parti. Tuttavia, il dibattito in materia è stato rianimato fortemente dalla crisi pandemica e diversi Stati hanno iniziato a considerare seriamente l’implementazione di questo tipo di policy. Anche le recenti misure adottate nell’Eurozona sembrano indicare un allontanamento dai canoni liberisti che le hanno finora contraddistinte. Verosimilmente, negli anni a seguire si sentirà parlare sempre più frequentemente di Helicopter Money, e questo particolare tipo di policy potrà andare a costituire un interessante campo di studio, specie alla luce di nuova evidenza empirica.

Bibliografia

- [1] BAIG T., 2003. "Understanding the costs of deflation in the Japanese context", IMF Working Paper.
- [2] BERNANKE B. S., 2003. "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Remarks before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo.
- [3] BLANCHARD O. J., 1991. "Crowding out", *The World of Economics*, Palgrave Macmillan, London: pp. 155-159.
- [4] FRIEDMAN M., 1969. "The optimum quantity of money", MacMillan, London: pp 1-50.
- [5] GALI' J., 2020. "Helicopter money: The time is now", in Richard Baldwin, Beatrice Hamada, Koichi, 2016. "Money from Heaven?", Project Syndicate, Apr 29 2016.
- [6] HAYASHI F. and PRESCOTT E. C., 2002. "The 1990s in Japan: A lost decade", *Review of Economic Dynamics*, 5.1: pp. 206-235.
- [7] KRUGMAN P. R., KATHRYN M. D. and KENNETH R., 1998. "It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap" *Brookings Papers on Economic Activity* 1998.2: pp 137-205.
- [8] MANKIW G. N. and TAYLOR M. P., 2014. "Macroeconomia", Zanichelli, Milano.
- [9] MASCIANDARO D., 2020. "Covid-19 helicopter money: Economics and politics", *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, CEPR Press: pp. 23-49.
- [10] MATOUSEK R. et al., 2019. "The effectiveness of quantitative easing: Evidence from Japan", *Journal of International Money and Finance*, 99.
- [11] McCORMACK J., Mag 2, 2016. "The false promise of Helicopter Money", Project Syndicate.
- [12] MISHKIN F. S. et al., 2019. "Istituzioni e Mercati Finanziari", Pearson, Milano.
- [13] TABELLINI G., 2016. "Deflazione e la moneta che piove dal cielo", *Il Sole 24 Ore*, Apr 19 2016.
- [14] TURNER A., 2015. "The case for monetary finance—An essentially political issue", 16th Jacques Polak Annual Research Conference.
- [15] VISCO V., 2016. "Un «helicopter money» per finanziare investimenti Ue", *Il Sole 24 Ore*, Mar 10 2016.

Sitografia

- [1] ECB: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> [accesso effettuato il 21 ottobre 2022]
- [2] FRED: <https://fred.stlouisfed.org/> [accesso effettuato il 21 ottobre 2022]
- [3] COMMISSIONE EUROPEA: https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_it#nextgenerationeu [accesso effettuato il 21 ottobre 2022]

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo
Via Vittorio Veneto 108/b- 00187 ROMA
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento ordinario per il 2023

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 120,00 causale: MBI23	€ 90,00 causale: EII23	€ 170,00 causale: MBEI23
Canone Annuo Estero	€ 175,00 causale: MBE23	€ 120,00 causale: EIE23	€ 250,00 causale: MBEIE23
Abbonamento WEB	€ 70,00 causale: MBW23	€ 60,00 causale: EIW23	€ 100,00 causale: MBEIW23

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 60,00 / € 10,00** digitale

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

ALLIANZ BANK F. A.	CBI
ANIA	CONSOB
ASSICURAZIONI GENERALI	DEA CAPITAL REAL ESTATE SGR
ASSOFIDUCIARIA	Divisione IMI - CIB
ASSONEBB	Intesa Sanpaolo
ASSORETI	ERNST & YOUNG
ASSOSIM	GENTILI & PARTNERS
B CAPITAL PARTNERS	IBL BANCA
BANCA ALETTI	INTESA SANPAOLO
BANCA D'ITALIA	INVESTIRE SGR
BANCA FINNAT	IVASS
BANCA POPOLARE DEL CASSINATE	MERCER ITALIA
BANCA PROFILO	NET INSURANCE
BANCA SISTEMA	OCF
BLUE SGR	OLIVER WYMAN
CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	POSTE ITALIANE
	VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA
ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:
MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:
ANDREA BATTISTA, Net Insurance
ANTONIO BOTTILLO
NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano
LUCA DE BIASI, Mercer
LILIANA FRATINI PASSI, CBI
LUCA GALLI, Ernst & Young
GIOVANNA PALADINO, Intesa SanPaolo
ANDREA PEPE, FinecoBank
ANDREA PESCATORI, Ver Capital
PAOLA PIETRAFESA, Allianz Bank Financial Advisors
ALBERICO POTENZA, Groupama Asset Management

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE
GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO
CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca
MARIO COMANA, Luiss Guido Carli
ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus
RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata
MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania
GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria
MARCO TOFANELLI, Assoreti

