



**WORKING PAPERS SERIES**  
**DIPARTIMENTO DI**  
**SCIENZE SOCIALI ED ECONOMICHE**  
**n. 8/2019**

**CRIPTOVALUTE, SOVRANISMO E**  
**SISTEMA MONETARIO.**

Author:

Salvatore Nisticò

# CRIPTOVALUTE, SOVRANISMO E SISTEMA MONETARIO

Salvatore Nisticò  
*Dipartimento di Scienze Sociali ed Economiche*  
*Sapienza Università di Roma*

**ABSTRACT:** La storia finanziaria dell'ultimo decennio ci offre diversi spunti di riflessione sullo stato e le prospettive dell'attuale sistema monetario. Le dinamiche sui mercati delle criptovalute e le trasformazioni politiche in atto sembrano sottoporre l'attuale assetto monetario a pressioni di segno opposto: mentre le prime promuovono – da una prospettiva liberale e sovranazionale – la riduzione della contiguità tra emissione monetaria e potere politico, le seconde – da una prospettiva populista e sovranista – premono per un suo deciso rafforzamento. Questo lavoro discute la natura e le implicazioni di queste due tensioni, attraverso le lenti della memoria storica del nostro continente, e del pensiero di A. Smith e F. Von Hayek.

JEL CODES: B12, B25, E31, E51, E58, N23

KEYWORDS: Smith, Hayek, Criptovalute, Sovranismo, Moneta, Banche Centrali

## 1. Introduzione

Il dibattito su cosa sia la moneta, quale forma debba assumere, chi la debba emettere, da cosa dipenda il suo valore di scambio – e come lo si controlli – è uno dei più animati e longevi, fin dal XVII secolo. Le prime discussioni sul ruolo della moneta non metallica risalgono infatti alle *Land Bank Proposals*, che suggerivano l'utilizzo di istituzioni bancarie che “cartolarizzassero” la ricchezza fondiaria, creando così strumenti di pagamento alternativi alla moneta metallica. Una proposizione di questa idea è formulata già da William Potter nel 1650,<sup>1</sup> ma è probabilmente John Law ad offrire la prima discussione sistematica delle implicazioni per la circolazione monetaria – e per l'attività economica in generale – della creazione di strumenti di pagamento che non abbiano la forma di monete metalliche, e siano sostenuti da attività finanziarie e reali alternative al metallo prezioso.<sup>2</sup>

La teoria monetaria che ne deriva, denominata successivamente *Real Bills Doctrine*, viene però comunemente attribuita ad Adam Smith, il quale, pur senza discutere espressamente le tesi di John Law, le riprende nella sua *Ricchezza delle Nazioni*, in cui discute approfonditamente delle implicazioni della pratica delle banche scozzesi dell'epoca di emettere note cartacee a fronte di prestiti a privati *privi di rischio*, perché concessi a “chiunque potesse procurare due persone di credito indubbio e con una notevole proprietà fondiaria le quali garantissero per lui che qualunque somma gli fosse anticipata [...] sarebbe stata ripagata a richiesta, unitamente all'interesse legale”.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Potter (1650).

<sup>2</sup> Si veda Law (1704, 1705).

<sup>3</sup> Smith (1776), Book II, Chapter II, p. 359 (trad. it. p. 414). Adam Smith offre, per la verità, un riferimento esplicito alle posizioni di John Law, bollando il sistema realizzato in Francia alla corte del Duca di Orléans – il cosiddetto Sistema del Mississippi – e la

La storia è stata, da quel momento in poi, testimone di una progressiva transizione degli strumenti di pagamento dalle monete metalliche, a valore intrinseco, alle note di banca cartacee, la cui emissione – inizialmente da parte di banchieri privati – consentiva non solo di economizzare l’uso di base metallica di riferimento (come l’oro o l’argento), ma anche di espandere la massa di strumenti di pagamento oltre il livello di base monetaria fisicamente disponibile, detenendo riserve di monete metalliche per la sola frazione di note emesse che veniva normalmente presentata per l’incasso. Questa pratica ha consentito da un lato – come nella Scozia di Adam Smith – di espandere l’attività commerciale, utilizzando le note di banca per le transazioni domestiche e la moneta metallica per importare fattori di produzione dall’estero; dall’altro lato, tuttavia, ha esposto i sistemi economici – come nel caso delle colonie nordamericane – alla fragilità intrinseca dei sistemi bancari che creano moneta “interna” a riserva frazionaria, che possono aprire la strada a frequenti crisi di liquidità, in assenza di un prestatore di ultima istanza che emetta moneta “esterna”.<sup>4</sup> Anche per limitare gli effetti di questa fragilità, l’emissione di note di banca è stata progressivamente demandata a istituti governativi in condizioni di monopolio, i quali inizialmente garantivano convertibilità integrale in termini di una base monetaria metallica – come ai tempi del *gold standard* – per poi abbandonarla e convergere al sistema, attualmente in vigore, di una moneta puramente fiduciaria e non convertibile, avente corso legale.<sup>5</sup>

Tale convergenza verso sistemi monetari in cui una banca centrale emette moneta a corso legale e puramente fiduciaria, non ha tuttavia indebolito il fronte di coloro i quali mettono in discussione l’opportunità di un monopolista governativo, e sostengono invece la naturale dominanza di un regime competitivo che si richiama all’esperienza del *free banking*, che ha caratterizzato – con alterne fortune – diverse economie tra il XVII e il XIX secolo.<sup>6</sup>

Nel secolo scorso, in particolare, stimolata anche dai numerosi episodi di instabilità monetaria e reale seguiti alla I Guerra Mondiale e dalla ricerca di un nuovo ordine monetario internazionale, la Scuola Austriaca si è fatta strenua portatrice di tale posizione. Uno dei suoi massimi esponenti – Friedrich A. von Hayek – invoca “mercati totalmente liberi per ogni tipo di moneta [...] una disciplina molto severa o delle limitazioni a carico degli istituti che emettono moneta [...] spogliati del potere di difendere la propria valuta dalla rivalità di quelle concorrenti”.<sup>7</sup> Questa disciplina non si ritiene, infatti, possa appartenere ad un’istituzione che, per sua natura, è contigua al potere politico. In alternativa allora ad un regime di cambi fissi come il *gold standard*, in grado di imporre tale disciplina ai monopolisti governativi, non rimane che la libera concorrenza tra le valute emesse da banche private, la quale garantirebbe la sopravvivenza delle sole monete “buone”, ovvero quelle di cui gli emittenti riescano a garantire la stabilità del valore di scambio.<sup>8</sup> “Dopo l’esperienza degli ultimi cinquant’anni”, si chiede Hayek, “c’è davvero qualcuno che nei Paesi industrializzati dell’Occidente accordi fiducia

---

sottostante idea di poter “moltiplicare la carta moneta in misura pressoché illimitata” come “forse il progetto più dispendioso [in orig. *extraneous*] di sistema bancario e borsistico che il mondo abbia mai visto” (Smith (1776), Book II, Chapter II, p. 384-385; trad. it. p. 436).

<sup>4</sup> Si veda, tra gli altri, Friedman e Schwartz (1986).

<sup>5</sup> Il Federal Reserve Act con cui il Congresso americano nel 1913 istituisce il Federal Reserve System, ad esempio, venne approvato con l’esplicito compito di fronteggiare i sempre più frequenti episodi di panico finanziario – quattordici nel solo secolo precedente la I Guerra Mondiale – il peggiore dei quali aveva colpito gli Stati Uniti nel 1907. Vedi Eichengreen (2011).

<sup>6</sup> L’esperienza più di longeva e di successo è senz’altro quella del sistema bancario scozzese del XVIII secolo, descritto e celebrato da Adam Smith nella *Ricchezza delle Nazioni*, accompagnata da una forte espansione del commercio e una sostanziale stabilità finanziaria, mentre la più fallimentare è probabilmente quella delle banche delle colonie nordamericane il XVIII e la prima metà del XIX secolo, caratterizzata al contrario da frequenti episodi di panico. Si veda anche White (1984), e Friedman e Schwartz (1986).

<sup>7</sup> von Hayek (1976), pp. 108-109 (trad. it., p. 168).

<sup>8</sup> von Hayek (1976), p. 43 (trad. it., p. 75).

alla moneta governativa piuttosto che a quella emessa da un'istituzione privata la cui attività dipenda totalmente dall'emissione di una buona moneta?"<sup>9</sup>

Lo sviluppo tecnologico ed informatico ha recentemente favorito la nascita di una nuova categoria di potenziali strumenti di pagamento: le criptovalute. Questi strumenti finanziari – puramente elettronici e quindi interamente immateriali – nascono all'interno di un meccanismo completamente decentrato e sovranazionale, in cui il diritto di battere la singola unità di criptovaluta è attribuito al vincitore di una specifica competizione, tipicamente legata alla soluzione di un calcolo matematico il cui grado di difficoltà è crescente nel tempo, e regolato da un algoritmo esogeno ed immutabile. L'esperienza delle criptovalute si è imposta alle cronache finanziarie in particolare tra il 2017 e il 2018, quando la prima e più nota di esse – il Bitcoin – ha sfiorato i 20,000 dollari di valutazione (per un apprezzamento annuo che a dicembre 2017 raggiungeva il 2,300%) per poi ripiegare intorno ai 3,500 dollari nel corso dell'anno seguente. Già prima di questi *exploit*, tuttavia, il numero di differenti criptovalute disponibili nel panorama globale si era più volte moltiplicato, generando di fatto un intero sistema di valute liberamente emesse da agenti privati – ciascuna potenzialmente in diretta concorrenza con le altre, e con le esistenti valute governative tradizionali. In questo scenario, la seduzione di evocare la realizzazione della proposta di Hayek di superare il monopolio governativo nell'emissione della moneta diventa naturalmente molto forte.

Infine, se la nascita e la diffusione delle criptovalute sembra minacciare il monopolio culturale dell'attuale sistema monetario da una posizione apparentemente liberale e sovranazionale, le conseguenze della profonda crisi economica globale hanno favorito il risveglio di pulsioni sovraniste e populiste che minacciano quello stesso monopolio culturale da una posizione diametralmente opposta. La misura di questa minaccia si manifesta nella sempre maggiore diffusione di posizioni che mettono in discussione l'indipendenza delle banche centrali dalle autorità di politica fiscale, che suggeriscono la possibilità di poter disporre liberamente dell'attivo di bilancio delle banche centrali, e che – in alcuni casi esplicitamente – rimandano in definitiva all'idea che Adam Smith poneva alla base del Sistema del Mississippi di John Law: che si possa cioè “moltiplicare la carta moneta in misura pressoché illimitata”.<sup>10</sup> Idea che il filosofo ed economista scozzese definisce *extravagant*, che portò la Francia al *default* – tra i primi e più costosi della storia – e che costò allo stesso John Law quasi il linciaggio.<sup>11</sup>

## 2. Criptovalute: un esempio di moneta “austriaca”?

La grande volatilità che ha finora mostrato il valore di mercato delle criptovalute non sembra favorire l'idea che, allo stato, esse stiano realizzando la proposta di Hayek, per il quale invece la stabilità del valore di scambio delle monete emesse in concorrenza è l'elemento cruciale che ne determina la sopravvivenza e la dominanza rispetto alla moneta governativa.

Per comprendere la distanza tra la moneta “austriaca” e le criptovalute come il Bitcoin, e le possibilità di sviluppi futuri che la riducano, è importante approfondire l'implicazione delle caratteristiche più interessanti di queste ultime: *i*) sono una valuta fiduciaria non convertibile emessa da privati in regime di concorrenza, *ii*) non costituiscono una passività per chi le emette, a fronte della quale detenere alcuna attività, *iii*) la loro scarsità è esogena. La prima di queste caratteristiche è probabilmente quella più suggestiva di affinità con la teoria del *free banking* e con gli auspici della Scuola Austriaca, e suscita naturalmente l'interrogativo se il Bitcoin sia in grado di realizzare il disegno e la

---

<sup>9</sup> von Hayek (1976), p. 113 (trad. it., p. 173).

<sup>10</sup> Vedi nota 3.

<sup>11</sup> L'aggettivo usato da A. Smith per definire l'idea sottostante il Sistema di Law – *extravagant* – è particolarmente significativo, per i due attributi che il termine incarna allo stesso tempo: “dispendioso” e “assurdo”.

proposta di Hayek, sia in termini di denazionalizzazione della moneta che in termini di superamento del monopolio governativo. Le altre caratteristiche sono ugualmente suggestive, perché sollevano il tema di cosa ne determini il valore di scambio, e di come l'eccessiva volatilità mostrata finora possa in futuro essere contenuta – condizione che appare imprescindibile affinché una qualsiasi alternativa alle valute tradizionali possa imporsi come una seria concorrente nel mercato degli strumenti di pagamento.

Il concetto che sembra chiave per inquadrare la proposta di Hayek, e la relazione con le teorie monetarie alternative e con il mondo delle criptovalute, è nella nozione di “disciplina molto severa”, cui Hayek fa spesso riferimento nelle sue riflessioni monetarie.<sup>12</sup> Hayek ritiene che l'emittente governativo sia per sua natura privo di tale disciplina, e portato a cedere alla pressione per una moneta sempre più a buon mercato, e quindi a favorire processi inflazionistici. La difesa hayekiana dei regimi di cambi fissi – e del *gold standard* in particolare – si origina in effetti proprio dalla convinzione che “non servivano ad altro scopo che a imporre tale disciplina agli istituti che emettevano moneta”.<sup>13</sup> Il *gold standard* non è però considerato affatto un regime ottimale. Hayek, infatti, non esclude, in linea di principio, “che un'autorità pubblica molto accorta e politicamente indipendente possa fare meglio di quello che è costretta a fare allorché deve preservare la parità fissa con l'oro o con altre valute”, ma ritiene però vana la speranza che possano esistere nel mondo reale autorità monetarie in grado di “restare fedeli, in periodi di tempo brevi o lunghi, alle buone intenzioni”.<sup>14</sup>

E dunque secondo Hayek la base aurea domina la moneta governativa non convertibile perché impone una disciplina che discende dalla difficoltà di manipolare la sua offerta per fini politici, ma è a sua volta dominata da un regime in cui “forme di moneta emessa privatamente” concorrano liberamente per il ruolo di mezzo di pagamento, perché la libera concorrenza e l'interesse privato sono in grado di indurre una disciplina ancora più severa, legata all'incentivo per ciascuna impresa di garantire la sopravvivenza della moneta che emette attraverso la stabilità del suo valore di scambio, “grazie ad un'appropriata regolazione della [sua] quantità”.<sup>15</sup> La naturale forza di tale disciplina genererebbe spontaneamente la domanda per tali valute come mezzi di pagamento, le quali sarebbero quindi in grado di imporsi nella concorrenza con la moneta governativa, *pur senza imporre la loro convertibilità in alcunché*.<sup>16</sup>

Questa ultima qualificazione è particolarmente importante, perché caratterizza il confronto tra la visione di Friedrich von Hayek e quella di Adam Smith, e consente – attraverso questo confronto – di cogliere la dimensione rilevante lungo la quale bisogna valutare la capacità di una criptovaluta di incarnare l'idea di Hayek.

L'idea che l'emissione privata di moneta in regime di concorrenza abbia il vantaggio di limitare l'eccesso di emissione rispetto alla domanda, calibrandone più efficacemente la quantità in circolazione e stabilizzandone pertanto il valore di scambio, non è nuova ad Hayek, ma è presente già nella *Ricchezza delle Nazioni* di Adam Smith, e prima ancora nel *Saggio* di Richard Cantillon.<sup>17</sup>

---

<sup>12</sup> Si veda, ad esempio, oltre alla nota 7, anche von Hayek (1979) e la relativa discussione di Lorenzo Infantino nella presentazione dell'edizione italiana de *La Denazionalizzazione della Moneta*, pp. 12-13: “se avremo ancora una moneta decente, non sarà quella governativa: sarà emessa da imprese private, perché dare al pubblico una buona moneta, su cui possiamo riporre la nostra fiducia e che possiamo utilizzare, non è solo un'attività estremamente redditizia; essa impone all'organismo che la emette una disciplina a cui il governo non si è mai sottoposto e a cui non può sottoporsi”.

<sup>13</sup> von Hayek (1976), p. 109 (trad. it., p. 168).

<sup>14</sup> von Hayek (1976), p. 109 (trad. it., p. 169).

<sup>15</sup> von Hayek (1976), p. 131 (trad. it., p. 202).

<sup>16</sup> La conclusione che le monete emesse privatamente in regime di concorrenza non necessitassero di convertibilità è stata, per la verità, messa in discussione in White (1999). Si veda anche de Aguirre (2018), pp. 29-30.

<sup>17</sup> Chantillon (1755).

Anche per Smith, infatti, è essenziale che l'emissione di note di banca non sia eccessiva rispetto alla domanda: che, cioè, la quantità aggregata di carta moneta non sia mai "superiore al valore dell'oro e dell'argento che essa sostituisce o che (a parità di commercio) vi circolerebbe se non ci fosse carta moneta".<sup>18</sup> Smith, però, sottolinea esplicitamente l'obbligo di convertibilità tra le condizioni principali sotto le quali questo eccesso di circolazione può essere evitato in un regime di concorrenza: se i banchieri "fossero soggetti all'obbligo dell'immediato ed incondizionato pagamento [in moneta metallica] di queste banconote non appena presentate, la loro attività potrebbe essere lasciata completamente libera in tutti gli aspetti senza che la sicurezza del pubblico ne venga danneggiata. La [...] moltiplicazione delle società bancarie [...] aumenta anziché diminuire la sicurezza del pubblico".<sup>19</sup>

L'obbligo dell'*immediato ed incondizionato* pagamento – secondo Smith – è lo strumento che incentiva opportunamente i banchieri privati a approfondire ogni sforzo per valutare accuratamente i clienti ai quali concedono anticipazioni di note di banca a credito, perché è dal puntuale rimborso di quel credito che il banchiere ricava la base monetaria con cui onorare l'obbligo. È questo sforzo che agisce dunque da opportuno regolatore della quantità, e assicura che l'emissione di cartamoneta non sia in eccesso rispetto alla "domanda fondamentale", cioè alla quantità richiesta per regolare le transazioni commerciali che possono essere generate dall'uso produttivo di risorse altrimenti inerti.

L'assenza di questo obbligo di immediato rimborso, al contrario, genererebbe l'incentivo ad emettere cartamoneta in eccesso, con conseguente deprezzamento del valore di scambio delle note emesse. Smith argomenta come l'esperienza delle stesse banche scozzesi del XVIII secolo lo dimostri, allorché – per pochi anni, tra il 1762 e il 1764 – consentirono la pratica delle "clausole opzionali", che permettevano di differire la conversione delle note di banca fino a sei mesi dalla richiesta, a discrezione del banchiere. L'incertezza che ciò implicò sul grado di convertibilità delle note emesse ne produsse un deprezzamento rispetto al valore di scambio dell'oro, che arrivò fino al 4%, con conseguente aumento del livello dei prezzi delle merci in termini delle note di banca.<sup>20</sup> Effetto analogo avrebbe avuto l'incertezza sulla convertibilità dovuta, piuttosto che a caratteristiche contrattuali, alla rischiosità dei debitori delle banche di emissione, cui le banconote erano anticipate a credito.

La rilevanza dell'analisi di Adam Smith è quindi nell'interpretazione estensiva che suggerisce, e che si applica anche al caso della moneta fiduciaria: è la qualità dell'attivo di bilancio a fronte del quale è emessa la cartamoneta a segnalare la misura della disciplina cui si sottopone l'emittente della moneta stessa, e conseguentemente l'adeguatezza della sua quantità e la stabilità del suo valore di scambio. Un attivo di bilancio privo di rischio – in cui ad ogni attività fa regolarmente fronte il regolare rimborso e pagamento degli interessi – assicura che la quantità di moneta emessa favorisca le transazioni necessarie all'utilizzo più produttivo di risorse: la quantità di moneta è allora appropriata alla "domanda fondamentale" e ne supporta la stabilità del valore di scambio. Al contrario, l'emissione di moneta a fronte di un prestito che non venga rimborsato segnala l'incapacità che quella moneta possa essere assorbita da un uso produttivo di risorse: la quantità di moneta emessa è quindi eccessiva rispetto alla "domanda fondamentale". Se fosse convertibile, quella moneta in eccesso verrebbe presentata rapidamente all'incasso; in assenza di convertibilità, invece, quella moneta in eccesso finisce per deprezzare l'unità di conto, accrescendo il livello dei prezzi delle merci.

---

<sup>18</sup> Smith (1776), p. 361 (trad. it., p. 416).

<sup>19</sup> Smith (1776), p. 399 (trad. it., p. 449).

<sup>20</sup> Oltre al caso delle "clausole opzionali" scozzesi, a sostegno della generalità dell'argomento, Smith discute anche quello delle monete emesse nelle colonie del Nord America, per le quali il grado di convertibilità era ancora più incerto e discrezionale: Smith (1776), pp. 393-397 (trad. it., pp. 444-447). Per questo secondo caso, si veda anche Friedman e Schwartz (1986).

Il fatto che Hayek ritenga la convertibilità irrilevante per il successo delle monete emesse privatamente in regime di concorrenza potrebbe suggerire che le criptovalute – la cui emissione non è in alcun modo legata alle attività dell'emittente – siano in effetti vicine all'idea di moneta immaginata dall'economista austriaco. Tuttavia, questa sembra una suggestione azzardata. Hayek, infatti, pur escludendo la necessità di una convertibilità in *specie*, ha in mente un meccanismo di emissione di monete private in concorrenza che condivide invero alcune (ma importanti, ai nostri fini) dimensioni con la storia di Adam Smith.

Anche la proposta di Hayek, infatti, prevede che le valute siano emesse – a regime – a fronte prevalentemente di prestiti a breve termine, e che – almeno nella fase iniziale – siano accantonate riserve di valute tradizionali con cui garantire un valore minimo di rimborso su richiesta. Inoltre, Hayek pone l'accento sulla necessità che la moneta emessa sia “buona”, cioè che il suo emittente si vincoli a mantenere *costante* il suo valore di scambio attraverso l'impegno a “non dilatare mai la sua circolazione al di là dell'ammontare totale che il pubblico è pronto a detenere, senza aumentare la spesa, giacché in caso contrario l'incremento dei consumi fa lievitare i prezzi degli stessi beni tramite cui la moneta è valutata”.<sup>21</sup> E d'altronde “dovrebbe ora essere chiaro a tutti che [anche nel caso di una moneta convertibile in oro, il suo valore di scambio] non deriva dal valore dell'oro [ma] mantiene stabile il suo valore semplicemente attraverso l'automatica regolazione della sua quantità”.<sup>22</sup> L'interpretazione estensiva delle riflessioni di Adam Smith non implica allora, in questa dimensione, una contraddizione con la proposta di Hayek, ma suggerisce una qualificazione ulteriore dei meccanismi impliciti che possono consentire e segnalare tale opportuna regolazione della quantità di cartamoneta in circolazione, attraverso la qualità dei prestiti concessi.

La moderna letteratura monetaria ci offre un ulteriore risultato utile, a questo punto: in un regime di *laissez-faire* in cui circolano liberamente diverse valute ugualmente utili come mezzo di pagamento, il loro valore di scambio relativo risulta indeterminato (e quindi *intrinsecamente* instabile).<sup>23</sup> Questo risultato è utile nel nostro contesto perché il problema dell'indeterminatezza – e della conseguente instabilità – del tasso di cambio tra due valute in concorrenza può essere invece risolto se per ogni emittente la propria valuta costituisce una passività, sostenuta da un'opportuna composizione dell'attivo e opportune regole di trasferimenti (se cioè viene garantito un opportuno *backing* di ciascuna valuta).<sup>24</sup> L'assenza di attività accumulate a fronte dell'emissione di Bitcoin, dunque, non costituisce affatto un punto di contatto con la teoria hayekiana, ma al contrario una misura della sua distanza da essa, perché contribuisce a spiegare il motivo per il quale il valore di scambio di queste criptovalute è stato finora così instabile.

Infine, merita una breve discussione la “scarsità programmata” tipica delle criptovalute: nel caso del Bitcoin, per esempio, un opportuno algoritmo governa in modo automatico la difficoltà computazionale dei calcoli che i minatori devono svolgere per generare una unità di valuta, aggiustandola progressivamente per garantire che la produzione di valuta cresca a un tasso costantemente decrescente, verso il limite prefissato di 21 milioni di unità. Questa scarsità “tecnologicamente indotta” ha portato molti ad assimilare il Bitcoin ad una versione elettronica di una *commodity*, come l'oro, il cui valore intrinseco è favorito per l'appunto dalla sua scarsità e dai suoi costi di estrazione.<sup>25</sup> Anche questa caratteristica, a prima vista, potrebbe suggerire affinità con la moneta di Hayek, per il quale la

---

<sup>21</sup> von Hayek (1976), p. 59 (trad. it., p. 102).

<sup>22</sup> von Hayek (1976), p. 109 (trad. it., p. 169).

<sup>23</sup> La prima formulazione di questo risultato si trova in Kareken e Wallace (1981).

<sup>24</sup> Si veda Benigno (2019).

<sup>25</sup> Si veda, fra i tanti, John Cochrane: <https://johnhcochrane.blogspot.com/2017/11/bitcoin-and-bubbles.html>. George Selgin discute in dettaglio la relazione tra commodity e moneta, e introduce il concetto di *Synthetic Commodity*, al quale riconduce la classe delle criptovalute a scarsità programmata, come il Bitcoin (G. Selgin, 2015)

“moneta ha valore per la ragione e fintanto che si conosce la sua scarsità”, e “se viene volontariamente utilizzata solamente perché c’è la fiducia che la banca che l’ha emessa farà in modo che la sua circolazione sia scarsa [...] aumenterà in forma crescente la sua accettabilità al valore stabilito”.<sup>26</sup> Inoltre, così come l’oro e il *gold standard*, anche una valuta a scarsità programmata – o un *Bitcoin standard* – consente in principio di superare la critica hayekiana alla moneta governativa, che se ne possa regolare la quantità per fini politici.

Anche questa suggestione sembra tuttavia azzardata, perché il concetto rilevante per Hayek è quello di “scarsità relativa”, che è nient’altro che il duale di “appropriata quantità”. In questa dimensione sembra quindi rilevante distinguere tra la scarsità che caratterizza una *commodity* come l’oro, quella che caratterizza una moneta fiduciaria come quella governativa, e quella che invece caratterizza una criptovaluta.

La scarsità che caratterizza una *commodity* come l’oro è “assoluta”, e legata alla sua disponibilità in natura, ed è pertanto molto limitata la possibilità di regolarne l’offerta. Questo aspetto, dalla prospettiva “austriaca”, è allo stesso tempo un punto di forza – garantisce che l’offerta non sia condizionata a fini politici – e di debolezza – la quantità non può essere opportunamente regolata in maniera da assorbire le fluttuazioni della domanda e garantirne la stabilità del valore di scambio. La nozione di scarsità che caratterizza la moneta fiduciaria è invece “contingente”, e si posiziona all’estremità opposta dello spettro: è completamente e discrezionalmente indotta e controllata dall’autorità che la emette. In questo senso, quindi, i punti di forza e di debolezza dell’oro (nella prospettiva di Hayek) si ribaltano completamente: la scarsità può essere controllata per mantenere costante il valore di scambio, ma se l’emittente è governativo, sorge il rischio che il controllo segua una “disciplina” diversa e socialmente dannosa.

Nello spettro delle sue possibili qualificazioni, la scarsità che caratterizza le criptovalute attualmente in circolazione come il Bitcoin è molto più vicina a quella dell’oro, che a quella della moneta fiduciaria (nonostante il Bitcoin sia esso stesso una moneta fiduciaria) perché governata da un processo esogeno – per quanto artificiale – rispetto all’emittente della valuta. Se questa “scarsità assoluta” renda il *Bitcoin standard* un regime che Hayek vedrebbe con favore come un’evoluzione liberale del *gold standard*, va però valutato sulle conseguenze che questa scarsità ha sulle fluttuazioni del valore di scambio del Bitcoin. Questa valutazione richiede a sua volta l’analisi di una ulteriore dimensione lungo la quale caratterizzare e distinguere *commodity*, moneta fiduciaria e criptovaluta: il grado di utilità a fini non monetari.<sup>27</sup>

Nel caso della moneta fiduciaria non convertibile, il valore dell’uso non monetario coincide con quello dello strumento fisico su cui è registrato il valore nominale (tipicamente la carta) e pertanto normalmente trascurabile. La moneta fiduciaria è quindi domandata prevalentemente per usi monetari. Le *commodity*, al contrario, sono tipicamente dotate di un valore intrinseco che prescinde dal loro uso monetario – legato ad esempio all’impiego in diversi settori industriali – e che ne giustifica una domanda positiva anche in assenza di uno status monetario. Lungo questa dimensione, le criptovalute sono più simili alla moneta fiduciaria che alle *commodity*, in quanto prive di una rilevante utilità non monetaria.

Le implicazioni, dalla prospettiva austriaca, sembrano rilevanti. Le possibilità di uso industriale dell’oro, per esempio, ne definiscono la variabilità della domanda per usi non monetari. In assenza di

---

<sup>26</sup> von Hayek (1976), p. 112 (trad. it., p. 172).

<sup>27</sup> Per un’analisi completa del ruolo della scarsità e dell’utilità non monetaria come dimensioni per classificare le tipologie di moneta, si veda Selgin (2015).



sostanziali stravolgimenti nello spettro di queste possibilità (non impossibili, ma finora quantomeno infrequenti), la domanda “fondamentale” (non speculativa) ne risulta stabile e contribuisce a contenerne le fluttuazioni del valore di scambio in tempi normali, e ad assicurare rifugio in tempi di crisi. L’assenza di una chiara utilità a fini non monetari espone invece le criptovalute alla stessa fragilità della moneta fiduciaria: la generale accettazione come mezzo di pagamento è l’unica fonte di *convenience yield*, che impedisce alla componente speculativa della domanda di essere prevalente e di generare instabilità intrinseca nel valore di scambio. Nel caso delle criptovalute, tuttavia, questa generale accettazione è ancora da conquistare, e la componente speculativa nella loro domanda risulta quindi largamente dominante. Non sorprende allora che il combinato disposto di *i*) utilità nulla ai fini non-monetari, *ii*) assenza di generale accettazione come mezzo di pagamento e *iii*) “scarsità assoluta” esogenamente programmata, risulti in una instabilità del valore di scambio che certamente Hayek non avrebbe visto con favore.

Val la pena notare inoltre come l’assenza di un’utilità non monetaria rende in principio impossibile l’attivazione stessa di quel processo che – secondo il fondatore della scuola austriaca, Carl Menger – porta alla conquista dello status di mezzo di pagamento da parte di un qualsiasi bene, tanto più quando un bene dotato di questo status esiste già.<sup>28</sup> Non sorprende allora che la nascita del Bitcoin sia da ricercare nella parte oscura della rete – il *deep* (o *dark*) *web*, mercato privilegiato per transazioni elettroniche illegali – nella quale il processo mengeriano si è invece evidentemente attivato e il Bitcoin ha raggiunto lo status di moneta e soppiantato la valuta governativa sfruttando probabilmente l’unico *convenience yield* che lo rende dominante rispetto a quest’ultima: la sua capacità di regolare transazioni elettroniche in maniera anonima e non tracciabile.

La nascita delle criptovalute sembra allora consistente con la teoria austriaca; se la loro sopravvivenza e la loro supremazia seguirà il processo immaginato da Hayek, invece, è ancora tutto da dimostrare. Per superare i limiti che separano le attuali criptovalute dalla moneta “austriaca”, sarà cruciale la capacità di definire algoritmi che ne gestiscano la quantità in circolazione in maniera automatica – e quindi fuori dalla discrezione che possa piegarsi a interessi di parte – ma allo stesso tempo endogena ed elastica alla sua domanda – in modo da assicurare la stabilità del loro valore di scambio.<sup>29</sup>

Un primo passo in questa direzione sembra offerto dall’esperienza delle *stablecoins*, la cui struttura di emissione è disegnata esplicitamente per assicurarne la stabilità del valore di mercato. In alcune specificazioni, tale struttura realizza esattamente il principio – appena richiamato – di regolazione automatica ma elastica della quantità in circolazione, in cui il parametro di riferimento esplicito è tipicamente il valore in dollari americani. In altre specificazioni, invece, la struttura di emissione prevede un collaterale in valuta governativa (tipicamente dollari americani) o in *specie* (tipicamente oro), analogo al sistema delle valute convertibili, che cerca di superare il limite, discusso precedentemente, che non ci sia un attivo a fronte dell’emissione di criptovalute. In entrambe queste specificazioni, quindi, le *stablecoins* affrontano esplicitamente il nodo dell’impegno a garantire la stabilità del valore della moneta in termini di uno specificato paniere di beni, tanto caro ad Hayek. Tuttavia, poiché questo paniere è tipicamente costituito da moneta governativa – e non da beni di consumo – anche queste classi di criptovaluta non sembrano ancora in grado di realizzare pienamente il presupposto di fondo da cui muove la proposta di Hayek, e cioè garantire che il valore della base monetaria di riferimento perda qualsivoglia contiguità con il potere politico, che impedisce la necessaria disciplina per una credibile stabilità del valore di scambio della moneta.

---

<sup>28</sup> Si veda Menger (1892).

<sup>29</sup> Lo stesso Hayek sottolinea la grande utilità della tecnologia informatica per consentire tale automatico, ma endogeno, meccanismo di regolazione della quantità di moneta privata in circolazione. Si veda von Hayek (1976), p. 60 (trad. it., p. 103).

### 3. Sovranismo monetario e attivo di bilancio delle banche centrali.

La profonda crisi finanziaria – nata nel mercato immobiliare americano e conclamata in quello del debito sovrano europeo – che ha colpito l’economia globale con costi reali e sociali molto alti, ha favorito processi di trasformazione politica e sociale che hanno risvegliato pulsioni sovraniste e populiste in tutti i principali paesi avanzati. Tra le dimensioni in cui si manifesta il crescente anelito sovranista non manca naturalmente quello monetario, contro il quale si è espresso con molta forza e la consueta fecondità di idee l’economista austriaco già quasi un secolo fa.<sup>30</sup>

La diffusione delle criptovalute non è quindi l’unico sviluppo recente, sul panorama economico e finanziario globale, che ha riconsegnato centralità alle posizioni di Hayek in campo monetario. La prospettiva è però diametralmente opposta. Mentre infatti la diffusione delle criptovalute tende a promuovere l’idea hayekiana di spezzare la contiguità tra potere politico ed emissione monetaria, le recenti pulsioni sovraniste producono pressioni di segno opposto, che tale contiguità tendono decisamente a rafforzare.

Uno degli aspetti più insidiosi – perché politicamente seducenti – della attuale retorica sovranista (o nazionalista) in campo monetario è la riproposizione dell’idea che sia possibile “moltiplicare la carta moneta in misura pressoché illimitata” – dei cui effetti e della cui valutazione si è già fatto cenno – e la conseguente suggestione che un paese monetariamente sovrano non fronteggi alcun vincolo di finanza pubblica. Come corollario, si diffondono sempre più “ordinariamente” proposte che Adam Smith non esiterebbe a definire *extravagant*, che vanno dalla cancellazione del debito pubblico dal bilancio della banca centrale, alla confisca per usi fiscali delle riserve auree della stessa banca centrale.

Per discutere la natura e le implicazioni della fallacia logica alla base di queste proposizioni – che per la verità a questo punto sono facilmente desumibili da quando discusso nelle pagine precedenti – si farà in questa sezione riferimento a due suggestivi episodi storici avvenuti tra il XVII e il XVIII secolo nei Paesi Bassi – all’epoca vero e proprio centro di gravità del mondo finanziario europeo (e quindi mondiale).<sup>31</sup>

Nel sistema monetario del 1600, in cui i mezzi di pagamento utilizzati per gli scambi sono costituiti quasi esclusivamente da monete di metallo prezioso (oro o argento), il valore di scambio di queste monete è legato alla quantità e qualità di metallo prezioso presente nella singola moneta: una d’oro compra più beni di una d’argento, e una pesante ne compra più di una leggera. In ogni singola moneta è quindi di fatto riassunto il principio che il suo valore di scambio è legato a quello delle “attività” che la sostengono.

L’esistenza di un obbligo di legge ad accettare monete al loro valore nominale ad estinzione di un debito, e la presenza di diverse officine in competizione nel conio delle monete, produceva già da tempo, in quel periodo, il primo episodio interessante: lo “svilimento” (*debasement*) delle monete in circolazione, sia per l’usura che per la pratica delle officine di conio di riconiarle diluendo sempre maggiori quote di metallo prezioso con altri metalli meno nobili. Tra il 1550 e il 1600 si stima che ogni moneta in circolazione nei Paesi Bassi abbia perso mediamente circa il 40% di metallo prezioso nella sua composizione.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> von Hayek (1937).

<sup>31</sup> Questa sezione riprende il contenuto di due articoli apparsi su *LaVoce.info*, ed è basata sulle implicazioni di un’analisi condotta con Pierpaolo Benigno. Si veda, in particolare, Benigno e Nisticò (2015).

<sup>32</sup> Si veda Quinn e Roberds (2009), e Metz (1990).

La conseguenza osservata fu naturalmente un aumento sostenuto del livello dei prezzi delle merci. Se un tallero “regolare” contiene 450 grani d’argento, e lo si fonde per usarne il metallo nobile e coniarne due identici nell’aspetto a quello di prima, ma ciascuno con 225 grani di argento combinati con 225 di rame, si aumenta la quantità di monete in circolazione a parità di argento complessivo. Ciascuna moneta ha lo stesso valore nominale di prima, ma minore quantità di base metallica di riferimento, e quindi minore valore di scambio. In altre parole: se aumenta la quantità nominale di moneta (il numero di talleri) a parità di attivo che la sottende (i grani d’argento totali), si genera inflazione.

Falliti vari tentativi di impedire il *debasement* da parte delle zecche private, nel 1609 il consiglio municipale della Città di Amsterdam prende una strada alternativa, e istituisce il “Banco di Cambio”, la cui storia ci consegna il secondo, suggestivo, episodio.

L’obiettivo esplicito del Banco è di valutare le monete in circolazione sulla base dell’effettivo contenuto di metallo prezioso, e di “ripulirle” dalle contaminazioni fraudolente, per portare sotto controllo il tasso d’inflazione.<sup>33</sup> In particolare, il Banco di Amsterdam raccoglie depositi di monete metalliche o lingotti di materiale prezioso, a fronte del quale rilascia *i*) la registrazione, su un libro mastro del Banco, di un credito corrispondente alla quantità di metallo prezioso depositata, e misurato in “fiorini di banco” – una semplice scrittura contabile – e *ii*) il diritto al prelievo di una quantità di “fiorini correnti” – monete metalliche coniate *ex novo* dal Banco con la corretta quota di metallo prezioso per ognuna – a valere sul conto-deposito in “fiorini di banco” al lordo di un *aggio* che remunera il Banco per il nuovo conio. Per incentivare questi depositi, inoltre, il “fiorino di banco” può essere utilizzato per regolare transazioni commerciali, direttamente all’interno del Banco, e senza costi: con semplici scritture contabili il Banco trasferisce credito dal conto-deposito di chi compra a quello di chi vende. Per questa capacità di regolare le transazioni commerciali a costi estremamente bassi, il “fiorino di banco” si diffonde rapidamente come principale mezzo di pagamento e unità di conto, in gran parte d’Europa, imponendosi per più di un secolo come autentica valuta di riserva.

Nella seconda metà del XVII secolo, il Banco produce un ulteriore livello di sofisticazione finanziaria, che in un certo senso segna la storia monetaria: progressivamente sostituisce il diritto di prelievo dei “fiorini correnti” con l’emissione di “ricevute” che attribuiscono al possessore il diritto ad *acquistare* “fiorini correnti”, ad un prezzo (in “fiorini di banco”) predeterminato, più una commissione. Questo di fatto sgancia il “fiorino di banco” da quello “corrente”, rendendolo il primo esempio compiuto di “moneta fiduciaria”, e rende il Banco di Amsterdam il precursore delle banche centrali moderne, in grado di creare mezzi di pagamento senza valore intrinseco a fronte di un’attività mantenuta in deposito (in questo caso oro e argento).

Le caratteristiche più interessanti – e utili ai nostri fini – della struttura statutaria del Banco di Amsterdam sono però altre: *i*) essendo una banca di emissione governativa, ogni profitto dall’attività del Banco di Cambio era dovuto alla Città di Amsterdam; e *ii*) nulla era invece previsto in caso di perdite – d’altronde, il Banco era stato creato come pura istituzione di cambio, e l’accordo istitutivo non prevedeva quindi la possibilità per il Banco di estendere prestiti a privati, da cui potessero discendere perdite.

C’è tuttavia un altro attore importante su questo palcoscenico: la Compagnia Olandese delle Indie Orientali, sponsorizzata dalla stessa Città di Amsterdam e responsabile dei commerci con le colonie d’oriente. La Compagnia, infatti, per finanziare le esigenze di liquidità derivanti dalle asincronie tra

---

<sup>33</sup> Per una completa analisi della vicenda del Banco di Amsterdam, e del relativo “fiorino di banco”, si veda Quinn e Roberds (2016).

le navi in partenza per l'oriente e quelle in arrivo con i carichi di spezie e altre merci, comincia – con discrezione – ad accendere prestiti presso il Banco di Amsterdam, a fronte dell'emissione di “fiorini di banco”, dai quali per lungo tempo derivano ingenti profitti che il Banco trasferisce alla Città. Quando però scoppia la quarta guerra anglo-olandese, nel 1780, la Compagnia comincia ad accumulare ingenti perdite, che cerca di coprire accendendo sempre nuovi prestiti presso il Banco di Amsterdam, con il risultato che quelle perdite vengono trasferite sul bilancio del Banco. La condizione del Banco diventa ancora più critica quando la notizia delle attività di prestito si diffonde tra i mercanti e i depositanti, i quali rispondono affrettandosi ad esercitare l'opzione delle “ricevute” e ritirare i “fiorini correnti”, impoverendo ulteriormente la qualità dell'attivo di bilancio del Banco. Le enormi pressioni indotte sul suo patrimonio netto (che diventa rapidamente negativo) portano il Banco all'insolvenza, dichiarata formalmente nel 1790.

Componente determinante di questo esito risulta l'incapacità della Città di Amsterdam di ricapitalizzare a sufficienza il Banco, per coprire le perdite subite, e soprattutto il rifiuto di rinunciare al diritto ai profitti che il Banco generasse nel futuro. La conseguenza sul “fiorino di banco” è che il suo valore di scambio si riduce considerevolmente, vittima di una fuga generalizzata dal suo uso come mezzo di pagamento – a favore prevalentemente della sterlina inglese. La natura di valuta di riserva è persa per sempre, e il Banco di Amsterdam è liquidato nel 1819: il “fiorino di banco” lascia definitivamente la scena.

La storia del “fiorino di banco” e la dinamica del suo valore di scambio mostrano importanti analogie con il caso delle “clausole opzionali” discusse nella *Ricchezza delle Nazioni*, e testimoniano il valore dell'interpretazione estensiva delle riflessioni di Adam Smith: l'incertezza sul grado di convertibilità del “fiorino di banco” non è indotta da una clausola contrattuale esplicita, ma dal progressivo deterioramento dell'attivo di bilancio che ne sostiene l'emissione e ne garantisce la convertibilità. Mentre in Scozia la pratica delle clausole opzionali viene a stretto giro vietata per legge – risolvendo rapidamente le sorti delle note di banca emesse dai banchieri scozzesi – nei Paesi Bassi l'incapacità della Città di Amsterdam di cogliere la fragilità del meccanismo azionato decreta di fatto la morte del “fiorino di banco”.<sup>34</sup>

Una nota importante che aiuta a comprendere il fenomeno è il confronto con il principale competitor del “fiorino di banco”: le “note di banca” in sterline inglesi. La Banca d'Inghilterra, infatti, viene creata nel 1694 (85 anni dopo il Banco di Amsterdam) con lo scopo precipuo di gestire le finanze del Tesoro di Sua Maestà, e finanziare la guerra con la Francia: le sterline d'oro e d'argento raccolte in deposito in cambio di “note di banca” (denominate sempre in sterline) vengono prestate al solo Tesoro, in cambio di obbligazioni fruttifere, tenute nell'attivo di bilancio a garanzia delle “note di banca” emesse. Questo di fatto crea un legame diretto tra la solvibilità del Tesoro di Sua Maestà (a sua volta promossa dall'accesso alla tassazione) e quella della Banca d'Inghilterra, che protegge la stabilità della stessa sterlina, come non sfugge allo stesso Adam Smith: “la stabilità della Banca d'Inghilterra è uguale a quella del governo britannico”.<sup>35</sup>

Questi due episodi suggeriscono alcune lezioni utili a comprendere la fallacia logica delle proposizioni che caratterizzano alcune espressioni recenti di sovranismo monetario, e le insidie che nascondono per la stabilità del valore di scambio della moneta.

---

<sup>34</sup> Il meccanismo azionato dal Banco di Amsterdam con la Compagnia Olandese delle Indie Orientali presenta alcune analogie con la pratica delle “tratte reciproche”, diffusasi pochi anni prima nel Regno Unito, e costata il fallimento della Ayr Bank of Scotland. Si veda in proposito Smith (1776), p. 373-382 (trad. it., p. 425-434).

<sup>35</sup> Smith (1776), p. 387 (trad. it., p. 438).

La prima lezione ci suggerisce che è falso che si possa disporre liberamente dell'attivo di bilancio di una banca centrale senza conseguenze per l'economia e per il settore privato. Analogamente al caso del *debasement*, la cancellazione di una posta dell'attivo di bilancio che supporta una massa di moneta fiduciaria ne implica necessariamente una perdita di valore di scambio corrispondente, che si traduce in maggiore inflazione. Così come i banchieri scozzesi confidavano nel pronto rimborso delle note anticipate a credito ai mercanti, e la fiducia in quel pronto rimborso ne determinava l'accettazione come mezzo di pagamento e il relativo valore di scambio, le banche centrali confidano nel rimborso delle attività che tengono in bilancio a fronte dell'emissione di moneta fiduciaria, pur in assenza di convertibilità. È la fiducia in quel pronto rimborso che contribuisce a determinarne la stabilità del valore di scambio della valuta. Cancellare debito pubblico dal bilancio di una banca centrale non equivale quindi a sollevare il settore privato dall'onere di quel rimborso attraverso maggiori tasse nel futuro, bensì a gravarlo di quell'onere nell'immediato, attraverso la riduzione indiscriminata del potere d'acquisto dei propri saldi monetari.

La seconda lezione è più sottile. La tesi che una banca centrale non possa fallire, spesso richiamata a sostegno delle posizioni sovraniste, è allo stesso tempo vera e falsa. Per comprendere questa proposizione è necessario chiarire la distinzione tra le passività di una banca centrale e quelle di una qualsiasi altra istituzione. Un'obbligazione privata promette il pagamento di un certo ammontare di unità di conto (come euro) a scadenza, ed è soggetta a *default* se l'emittente non dispone della quantità di moneta dovuta, quando l'obbligazione matura. Al contrario, le passività di una banca centrale (le banconote) sono esse stesse unità di conto, e pertanto – *in termini nominali* – non possono fallire per definizione, perché promettono semplicemente se stesse.<sup>36</sup> Ciò però non vuol affatto dire che *in termini reali* una banca centrale non possa diventare *de facto* “insolvente” e “fallire”. Per comprendere questo punto, si noti che per un'istituzione privata, la svalutazione di una posta dell'attivo implica una corrispondente riduzione del valore del passivo, misurata dalla minore quantità di beni cui equivale, e segnalata dalla minore quantità di moneta che riesce a comprare (a parità di valore di scambio della moneta). Analogamente, la svalutazione di una posta dell'attivo di bilancio di una banca centrale implica una corrispondente riduzione del valore reale delle sue passività. Poiché tali passività sono esse stesse unità di conto, questa svalutazione sarà riflessa *direttamente* nella minore quantità di beni che riesce a comprare: il valore di scambio di tale unità di conto scende, e si genera inflazione. L'implicazione allora è che i casi di insolvenza *de facto* di una banca centrale non sono altro che gli episodi di iperinflazione (i cui esempi non mancano neanche ai giorni nostri), nei quali a volte la valuta svalutata semplicemente viene abbandonata e muore – come il “fiorino di banco” – sostituita da un mezzo di pagamento alternativo e dal valore di scambio più stabile.

La terza lezione degli episodi ricordati, è che i sistemi di moneta fiduciaria traggono il sostegno al valore della valuta dalla garanzia implicita fornita dall'accesso alla tassazione di cui dispone l'autorità fiscale, le cui obbligazioni sono tipicamente detenute nell'attivo di bilancio delle banche centrali. È quell'accesso che, definendo il valore delle obbligazioni del governo, sostiene – attraverso l'attivo di bilancio delle banche centrali – il valore della moneta. La natura governativa della banca centrale può diventare in questo caso una dimensione di garanzia anche nel caso in cui l'attivo di bilancio della banca centrale si componga di titoli rischiosi che possono indurre perdite in conto capitale. Opportune regole di trasferimento tra banca centrale e autorità fiscale possono – grazie all'accesso di quest'ultimo alla tassazione – favorire la stabilità del valore di scambio della moneta, proteggendola da quella vulnerabilità che ha causato la morte del “fiorino di banco”, e da cui la “nota di banca” in sterline era invece protetta.

---

<sup>36</sup> Lo stesso Hayek discute la natura peculiare e le implicazioni di questa caratteristica delle unità di conto per la sua proposta. Si veda von Hayek (1976), p. 50 (trad. it., p. 86).

Da ultimo, la tesi che una banca centrale possa tranquillamente operare con patrimonio netto negativo – cioè quando il valore nominale dell’attivo si riduce sotto quello delle passività, per esempio a seguito di confisca per altri usi delle riserve auree o di cancellazione di titoli dall’attivo – è anch’essa vera e falsa allo stesso tempo. È vera nel senso che un patrimonio netto temporaneamente negativo non implica necessariamente “insolvenza” della banca centrale (e ci sono casi anche recenti in cui questo si è osservato). È tuttavia falso che questo sia sempre possibile, perché esiste in realtà un limite naturale a quanto negativo può diventare il patrimonio netto di una banca centrale prima di causarne l’insolvenza (e quindi spirali inflazionistiche). Una banca centrale che sostiene uno stock di moneta fiduciaria detenendo in bilancio attività fruttifere, ha accesso ad una rendita determinata dalla differenza fra il rendimento di quelle attività nel futuro e il costo di produzione delle passività create per acquistarle (il signoraggio). È allora possibile per una banca centrale operare con patrimonio netto negativo, ma solo nella misura in cui ci si aspetta che essa sia in grado di generare nel futuro un flusso cumulato di signoraggio sufficiente a garantire la copertura di quella perdita nel tempo. In questo caso, infatti, la banca centrale può contabilmente riportare a zero (o a un valore positivo) il livello del proprio patrimonio netto, semplicemente iscrivendo all’attivo di bilancio un prestito concesso a sé stessa, e garantito dal flusso di signoraggio futuro (questa procedura è, nei fatti, seguita dalla banca centrale americana nell’evento di una perdita finanziaria).

È importante però sottolineare che anche questo caso non è senza costi per il settore privato: il signoraggio, infatti, è tipicamente trasferito dalla banca centrale al Tesoro, che lo usa per finanziare le sue uscite, al pari delle tasse o dell’emissione di nuovo debito. Trattenerlo in banca centrale per ripianare la perdita indotta dalla cancellazione del debito non sarebbe che un modo alternativo – ma equivalente – per ottenere dal Tesoro quelle stesse risorse. Anche in questo caso la cancellazione sarebbe solo un’illusione.

#### **4. Conclusioni**

La storia finanziaria dell’ultimo decennio ci offre diversi spunti di riflessione sullo stato e le prospettive dell’attuale sistema monetario. Le dinamiche sui mercati delle criptovalute e le trasformazioni politiche in atto sembrano sottoporre l’attuale assetto monetario a pressioni di segno opposto: mentre le prime promuovono – da una prospettiva liberale e sovranazionale – la riduzione della contiguità tra emissione monetaria e potere politico, le seconde – da una prospettiva populista e sovranista – premono per un suo deciso rafforzamento. I lavori e le idee di giganti come Adam Smith e Friedrich A. von Hayek ci consentono allora di comprendere più in profondità le opportunità e i rischi di tali pressioni.

La vicenda delle criptovalute ci consegna un’occasione per rimettere a fuoco – attraverso le lenti del pensiero di Smith e Hayek – le caratteristiche che consentono a un sistema monetario di generare una “buona” moneta. L’attuale forma e caratteristiche delle principali di queste criptovalute non sembrano incarnare ancora l’idea di moneta “austriaca”, ma la centralità del pensiero di Hayek appare chiaramente dalla direzione in cui la loro evoluzione si sta manifestando.

La diffusione di forme sempre più radicali di nuovo sovranismo monetario ci offre la possibilità di ricordare – attraverso la memoria della storia monetaria del nostro continente – le dimensioni di fragilità intrinseca dei sistemi a moneta fiduciaria, e la conseguente complessità e delicatezza dei meccanismi che sostengono la stabilità del valore di scambio della valuta. Anche sul nazionalismo monetario, il pensiero e le riflessioni di Hayek e della Scuola Austriaca appaiono strumenti culturali

necessari, per comprenderne i rischi e promuoverne il rifiuto: “l’affrancamento da ogni forma di sovranismo monetario rimane all’ordine del giorno di quanti credono nella libertà individuale di scelta e ricercano le condizioni che ne rendano possibile la compiuta realizzazione”.<sup>37</sup>

## 5. Bibliografia

- de Aguirre, J. A. (2018), “Prefazione all’edizione italiana de *La Denazionalizzazione della Moneta*”, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli.
- Benigno, P. (2019), *Monetary Policy in a World of Cryptocurrencies*, CEPR Discussion Paper No. 13517, Londra.
- Benigno, P. e S. Nisticò (2015), *Non-Neutrality of Open Market Operations*, CEPR Discussion Paper No. 10594
- Chantillon, R. (1755), *Essai sur la Nature du Commerce en Général*, Londra (trad. it. *Saggio sulla Natura del Commercio in Generale*, Giulio Einaudi Editore, 1955).
- Eichengreen, B. (2011), *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, New York.
- Friedman, M. e A. Schwartz (1986), *Has Government Any Role in Money?*, in “Journal of Monetary Economics”, vol. 17.
- von Hayek, F. A. (1937), *Monetary Nationalism and International Stability*, Londra (trad. it. *Nazionalismo Monetario e Stabilità Internazionale*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2015).
- von Hayek, F. A. (1976), *The Denationalization of Money. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, Londra (Terza Edizione, 1990; trad. it. *La Denazionalizzazione della Moneta*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2018).
- von Hayek, F. A. (1979), *Toward a Free Market Monetary System*, in “Journal of Libertarian Studies”, vol. 3.
- Infantino, L. (2018), “Presentazione dell’edizione italiana de *La Denazionalizzazione della Moneta*”, , Rubbettino Editore, Soveria Mannelli.
- Kareken, J. e N. Wallace (1981), *On the Indeterminacy of the Equilibrium Exchange Rates*, in “the Quarterly Journal of Economics”, vol. 96.
- Law, J. (1704), *Essay on a Land Bank*, Londra (Edited by A. E. Murphy, Dublino, 1994)
- Law, J. (1705), *Money and Trade Consider’d: with a Proposal for Supplying the Nation with Money*, Londra (Printed for W. Lewis, Londra, 1720).
- Menger, C. (1892), *On the Origins of Money*, in “the Economic Journal”, vol. 2 (trad. ingl. di C. A. Foley).
- Metz, R. (1990), *Geld, Währung und Preisentwicklung, der Niederrheinraum im europäischen Vergleich, 1350-1800*, in R.M. Bell e M. Howell (eds.) “The Medieval and Early Modern Data Bank”.
- Potter, W. (1650), *Key of Wealth*, Londra.
- Smith, A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Londra (Printed for W. Strahan and T. Cadell, Londra, 1776; trad. it. *La Ricchezza delle Nazioni*, UTET, 1975).
- White, L. H. (1984), *Free Banking in Britain*, Cambridge University Press
- White, L. H. (1999), *The Theory of Monetary Institutions*, Blackwell, Oxford
- Selgin, G. (2015), *Synthetic Commodity Money*, in “Journal of Financial Stability”, vol. 17.
- Quinn, S. e W. T. Roberds (2009), *An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange and the Emergence of the First Central Bank*, in J. Atack e L. Neal (eds.) “The Development of Financial Markets and Institutions”, Cambridge University Press
- Quinn, S. e W. T. Roberds (2016), *Death of a Reserve Currency*, in “International Journal of Central Banking”, vol. 12.

---

<sup>37</sup> Infantino (2018), p. 13.