

***Facoltà di economia
Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica***

***MACROECONOMIC MANAGEMENT IN A DEPRESSED AND
TRAPPED ECONOMY:***

A DELEVERAGING PROBLEM

Relatore:

Prof. Nicola Borri

Candidato:

Alessio Maria Matteocci

Matricola 161791

Anno accademico 2012/2013

MACROECONOMIC MANAGEMENT IN A DEPRESSED AND TRAPPED ECONOMY: A DELEVERAGING PROBLEM

Introduzione 4-5

Capitolo 1

Due visioni “monetarie” a confronto

1.1 *Old Keynesian view* 6-7
1.2 Letteratura moderna 7-10

Capitolo 2

Un po' di storia

2.1 Esempi dal passato: errori e soluzioni non tradizionali 11-14
2.2 Le 3 “C” per un’ottima gestione macroeconomica 14-16
2.3 Strumenti di politica fiscale e monetaria non tradizionali 16-18
per una *credible reflaction*

Capitolo 3

Trappola della liquidità e analisi dei suoi fondamenti micro-macroeconomici: un problema di *deleveraging*

3.1 Un'impostazione Neo-Keynesiana. La centralità della AD in un'economia sottosopra 19-20
3.1.1 Una *pure endowment economy* 20-27
3.1.2 Un'economia con produzione endogena 27-31
3.1.3 Un'economia paradossale: *paradoxes and fallacies of composition* 32-34
3.1.4 *The paradox of Toil* 34-43
3.1.5 Implicazioni del *paradox of Toil* 44-48
3.1.6 Prime conclusioni 48-49
3.2 Una voce (non tanto più) fuori dal coro: *Koo's interpretation* 49-50

3.2.1 <i>Balance Sheet Recession: the “macro” holy grail?</i>	50-57
3.2.2 <i>Fiscal stimuli: the solution?</i>	57-62
3.3 Intuizioni dal passato: Irving Fisher, Hyman Minsky e Charles Kindleberger	62
3.3.1 <i>Debt-Deflation: A domino effect</i>	63-68
3.3.2 <i>Hedge, Speculative and Ponzi financing:</i> crisi finanziarie come fenomeni endogeni	68-69
3.3.2.1. Il ciclo del credito	69-73
3.3.2.2. La crisi finanziaria statunitense	73-77
3.3.2.3 Il mercato immobiliare statunitense: il <i>subprime fiasco</i>	77-81

Capitolo 4

Il contesto europeo ed italiano: un ulteriore caso di *deleveraging*?

4.1. Analisi di un caso: la recessione europea	82-92
4.2 Il contesto italiano	
4.2.1 Il concetto di “Trappola Artificiale”	92
4.2.2 A colloquio con il Presidente Giuliano Amato: “l’Italia in un collo di bottiglia”	93-96

Appendice Capitolo 4	97-98
-----------------------------	-------

Conclusioni	99-101
--------------------	--------

Bibliografia-Sitografia	102-104
--------------------------------	---------

Introduzione

Dal primo giorno di lezione di “Macroeconomia e Politica Economica” del Professor Nicola Borri non ho mai messo in dubbio, neanche per un secondo, che il mio elaborato finale Triennale avrebbe affrontato un argomento di macroeconomia, ma questa scelta non nasce meramente dal mio forte interesse nei confronti dell’economia politica e dalle importanti implicazioni che tale circostanza comporta, in realtà ha origini più lontane. Se qualcuno mai mi chiedesse: “Dimmi un aggettivo per descrivere la tua persona”, risponderi in un secondo: “Curioso”. Cosa c’entra ora con la mia tesi? C’entra e come. Di argomenti ne avrei potuti scegliere a migliaia, partendo dalla *Taylor Rule*, passando per il Trilemma della politica economica e giungendo ai *pro and cons* dell’Unione economica e monetaria europea. Senza nulla togliere a tali rilevanti argomenti, sono questioni che più volte ho avuto la possibilità di trattare nei miei studi Triennali ed approfondirli nella lettura di alcuni testi e articoli. La Trappola della Liquidità, invece, è un tema di cui non avevo mai sentito parlare ed è uno di quei pochi argomenti che nel libro, utilizzato nel nostro corso, era citato in un box di mezza paginetta e che non ho avuto l’opportunità di approfondire dato che una sua giusta comprensione e trattazione avrebbe richiesto delle conoscenze teoriche e degli strumenti matematici non ancora nella tasca di uno studente Triennale. È bastato questo, oltre alle sue importantissime implicazioni e alla sua massima attualità, per far scattare la scintilla ed è stato sufficiente per condurmi senza alcuna incertezza a scrivere le seguenti pagine, dove prenderò in esame quelle che possono essere considerate le armi delle banche centrali mondiali per difendere, o almeno tenere a galla, un’economia in situazioni di forte depressione e/o recessione. Analizzerò molto da vicino un evento macroeconomico, e non solo, che soprattutto oggi è al centro dell’attenzione, e vede le sue origini intorno gli anni trenta con la Grande Depressione e la sua “consacrazione” successivamente durante la Grande Recessione Giapponese.

Ancora oggi argomento che lascia molte perplessità, negli ultimi vent’anni è stato più volte sotto la lente d’ingrandimento di molti accademici, ricercatori ed economisti. Da questi ho estratto le loro intuizioni più convincenti per disegnare una riflessione che abbia come base un’ampia visione d’insieme di un fenomeno che, specialmente oggi, deve rimanere al centro dell’attenzione, deve essere profondamente analizzato e ben conosciuto.

Nei primi 2 capitoli passerò in rassegna parte della letteratura che si è occupata di tali tipi di eventi, e alcuni esempi di gestione degli stessi nel passato, i quali servono, in linea di massima, per cementare dei concetti che nei restanti capitoli risultano utili per una migliore comprensione e per l'attuazione di numerosi rimandi. Nei restanti capitoli si entra proprio nel vivo del mio elaborato. In essi ho cercato di fornire, da molteplici punti di vista, un'ampia descrizione, sia micro che macroeconomica del fenomeno, giustificando quest'ultimo come un processo "standard" che nasce dallo scoppio di una bolla, di varia natura, che si evolve in un *deleveraging shock* e che si conclude nell'intrappolamento di un'economia all'interno della cosiddetta *Liquidity Trap*. Nel far ciò mi sono essenzialmente soffermato sulle riflessioni di quattro grandi attuali economisti, come il vincitore del premio Nobel per l'Economia (2008) Paul Krugman, Michael Woodford, Gauti B. Eggertsson e Richard Koo con il suo innovativo concetto della "*debt-minimization*"; ho approfondito anche le idee di altri economisti del passato come Irving Fisher, Hyman P. Minsky e Charles Kindleberger, le cui argomentazioni e intuizioni nonostante siano abbastanza datate, non di meno risultano convincenti e, se non altro, "attuali". Inoltre ho avuto l'opportunità di incontrare il Presidente Giuliano Amato, con il quale ho potuto avere l'onore di un confronto e di compiere un'intervista. Quest'ultima (disponibile nell'appendice del capitolo 4 situata nelle ultime pagine dell'elaborato) non solo si è rivelata di grandissima utilità per una maggiore comprensione delle complesse tematiche trattate all'interno della mia tesi, ma è stata anche fondamentale nel permettermi di creare un ponte tra le teorie e i modelli presenti nei testi da me esaminati e il reale contesto europeo e italiano.

1 - Due visioni "monetarie" a confronto

La trappola della liquidità è un evento macroeconomico, o meglio uno stato macroeconomico caratterizzato principalmente da tassi nominali di interesse *overnight* pari a zero, o vicini ad esso. Da una parte, in un tale quadro, un filone della letteratura, di cui una corposa frazione appartiene alla vecchia scuola Keynesiana, afferma che gli interventi della banca centrale, come le più tradizionali operazioni di mercato aperto, non sono più in grado di imprimere un forte e diretto effetto sull'economia; mentre dall'altra parte la più moderna letteratura cerca di dimostrare che in realtà interventi di politica economica sono del tutto lontani dall'essere inefficaci. Nei due successivi paragrafi è esposta una veloce trattazione delle questioni divergenti appena descritte.

1.1 - Old Keynesian view

L'interpretazione '*old Keynesian*', afferma che in una trappola della liquidità la banca centrale non si trova più davanti ad un'economia spiegabile attraverso una standard teoria quantitativa della moneta, e che pertanto di fronte ad un aumento forzoso della base monetaria tanto l'offerta di moneta quanto i prezzi e l'output non si muovono di conseguenza in modo proporzionale ad esso. Solitamente la banca centrale riesce a muovere l'economia modificando verso l'alto l'offerta di moneta, la quale porta ad una riduzione dei tassi di interesse di breve termine, stimolando così una maggiore propensione al consumo corrente e attraverso la conseguenziale diminuzione dei costi di indebitamento, gli investimenti. Questo processo non può avvenire in una situazione riconducibile ad una trappola della liquidità, dato che i tassi di interesse già toccano quota zero e l'argomentazione, secondo la quale l'aumento dell'offerta di moneta fa ridurre i tassi di interesse (e comporta un deprezzamento della valuta) si fonda sull'assunzione che le persone vogliono detenere un maggior quantitativo di moneta solo se risulta meno redditizio possedere obbligazioni o altri titoli. Ovviamente se il tasso di interesse presente sul mercato è già pari a zero per gli individui risulterà irrilevante la scelta tra titoli e moneta, essendo ormai essi perfetti sostituti: "una passività governativa che ha un valore nominale e non paga interessi" (Eggertsson "*Liquidity Trap*"). Dunque in questo caso si ha una visione quantomeno pessimistica delle possibilità della banca centrale di intervenire in una trappola della

liquidità, poiché sia non è possibile creare stimoli, riducendo ulteriormente i tassi di interesse, dal momento che essi diventerebbero negativi, sia uscire da essa poiché si dovrebbe riuscire a staccare dallo *zero bound*, ossia aumentare i tassi di interesse attraverso una riduzione progressiva dell'offerta di moneta, ma questo non sarebbe minimamente di supporto per un'economia che è già in recessione e che ha bisogno di una riduzione dei tassi di interesse (pag. 231 Krugman Economia Internazionale).

1.2 - Letteratura moderna

Il pensiero moderno si distacca molto dalle visioni pessimistiche e passive del passato, e come vedremo bene nello svolgimento di questo lavoro, esso si fonda su un '*intertemporal stochastic general equilibrium model*'. La principale differenza che possiamo notare tra i due pensieri è che in quest'ultimo la domanda aggregata non dipende soltanto dal tasso di interesse attuale, ma anche dalle aspettative di variabili e tassi futuri.

Per condurre analiticamente questa visione prendo a prestito una breve modellizzazione di Eggertsson il quale riconduce la domanda aggregata ad una '*consumption Euler equation*' che, come solitamente avviene, è derivata dalla massimizzazione dell'utilità della '*representative household*'. Ponendo come ipotesi che tutto l'output viene consumato, Eggertsson ottiene la seguente forma analitica:

$$Y_1 = E_1 Y_2 - \sigma(i_1 - E_1\pi_2 - r_1^e)$$

dove Y è la deviazione dell' output dallo *steady state*, i è il tasso nominale di interesse di breve periodo, π è l'inflazione, E è un operatore d'aspettativa e r^e è un processo di *shock* esogeno di varia natura. Egli successivamente la generalizza, ottenendo:

$$Y_t = E_t Y_{T+1} - \sigma \sum_{s=t}^T (i_s - E_s\pi_{s+1} - r_s^e)$$

la quale chiaramente mostra come la domanda corrente dipende dall'output futuro, dal tasso di interesse attuale di breve periodo, dall'inflazione attesa e dall'intero percorso atteso dei tassi di interesse. Pertanto è possibile affermare indirettamente

che la domanda aggregata dipenda dai tassi di interesse di lungo periodo, poiché essi dipendono a loro volta dai tassi di interesse di breve attuali e futuri attesi.

Pertanto già si può capire che un'impostazione del genere non lascia alla banca centrale il ruolo di vittima disarmata, pur rimanendo le riflessioni fatte in precedenza veritiere, ma anzi permette di affermare che essa può ancora implementare una politica monetaria espansiva efficace, ma soltanto se riesce a modificare le aspettative riguardanti i tassi di interessi futuri, ossia effettuando una politica espansiva non trattata come se fosse temporanea, ma permanente; come? Rendendo credibile la manovra, ossia effettuando un *commitment* a mantenere i tassi di interesse ad un basso livello qualsiasi siano i valori futuri dei prezzi e della valuta nazionale, anche dopo che le pressioni deflazionistiche siano cessate.

Prendendo spunto dal testo di Paul Krugman 'Economia internazionale 2: economia monetaria internazionale' e prendendo a prestito la seguente e la successiva *slide* del Professor Manzocchi è possibile mostrare questa affermazione in modo rigoroso e grafico.

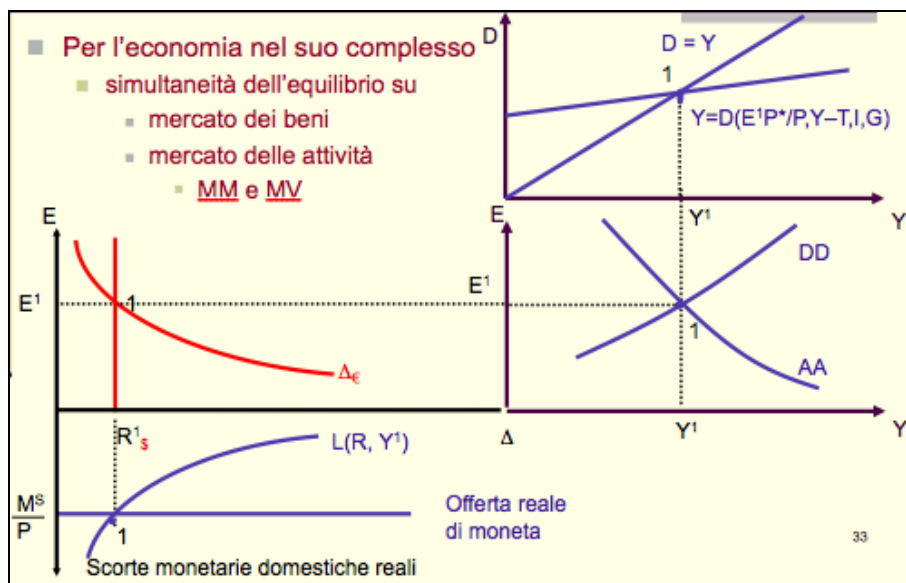


Grafico n. 1

Nel grafico sovrastante ritroviamo due curve: la AA e la DD. Quest'ultima consiste nei punti di equilibrio del mercato dei beni, ossia quando $D = Y$. La prima, invece, rappresenta tutti i punti in cui il mercato delle attività è in equilibrio. A sua volta il mercato delle attività rappresenta l'equilibrio sul mercato monetario e sul mercato dei cambi (o valutario). Affinché questo equilibrio sia possibile nel mercato monetario l'offerta di scorte monetarie reali deve essere uguale alla domanda di moneta, ossia

$(M/P) = L(R, Y, \xi)$, dove M è uguale all'offerta nominale di moneta, P è il livello dei prezzi, R è il livello dei tassi di interesse, Y il livello dell'output e ξ rappresenta un *shock* esogeno di qualsiasi natura; invece nel mercato dei cambi è necessario che sia sempre verificata la UIP (*Uncovered Interest Parity*), ossia:

$$R_{\text{dom}} = R_{\text{for}} + [(E^e - E)/E] + R_{\text{for}} * [(E^e - E)/E].$$

Tale equazione risulta fondamentale per mostrare come quando R raggiunge quota zero la manovra "tradizionale" monetaria della banca centrale non comporta i risultati sperati. Quindi ponendo $R = 0$ e assumendo insignificante la seconda parte della UIP, avendo inevitabilmente un valore numerico molto basso, è possibile ricondurre, con qualche semplice passaggio algebrico, la UIP alla seguente forma: $E = E^e / (1 - R_{\text{for}})$. Normalmente la banca centrale aumentando l'offerta nominale di moneta, M , può riuscire a inviare degli stimoli all'economia attraverso l'abbassamento del tasso di interesse e il deprezzamento della valuta domestica ma, come è evidente in questo caso, il tasso di interesse è fuori gioco, essendo già a quota zero e la valuta non può deprezzarsi maggiormente.

In questo modo, come è possibile notare nel grafico n. 2 successivo, abbiamo un'economia che è descritta da un curva DD "standard", ossia inclinata positivamente, e una "anomala" curva AA. Quest'ultima presenta un segmento piatto e un segmento inclinato negativamente. L'equilibrio, che nel grafico è rappresentato dal punto 1, mostra come un deprezzamento ulteriore non è possibile, e come un intervento tradizionale di politica monetaria espansiva non fa altro che allungare il tratto "anomalo" della AA, lasciando così l'equilibrio inalterato. L'economia è in "trappola". Però c'è ancora una speranza: modificare le aspettative. La curva AA è data per un certo livello di E^e , pertanto un aumento di questo termine, *ceteris paribus*, può far traslare la curva AA verso l'alto; mentre una sua diminuzione può far traslare la curva AA verso il basso. Se la banca centrale pertanto è in grado di effettuare una politica espansiva considerata credibile dal settore privato, e riesce a far aumentare E^e abbastanza da far sì che la nuova intersezione, ossia l'equilibrio generale, possa avvenire non più nel tratto piatto della AA, bensì nel tratto verticale, può nuovamente essere in grado di attivare il processo standard di stimolo economico.

Trappola della liquidità

■ In 1: $Y < Y_f$

■ parte orizzontale determina la trappola di liquidità

■ $\uparrow M$ (temporanea)

■ E^e fisse: AA verso $\frac{dx}{E^e}$

■ aumento del $\uparrow R^*$ segmento orizzontale

■ punto di equilibrio non cambia

■ Qualora $\uparrow M$ fosse permanente...

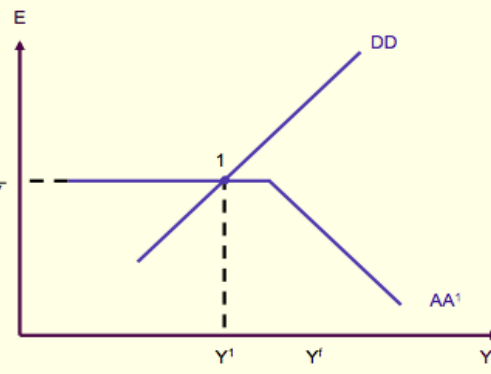


Grafico n. 2

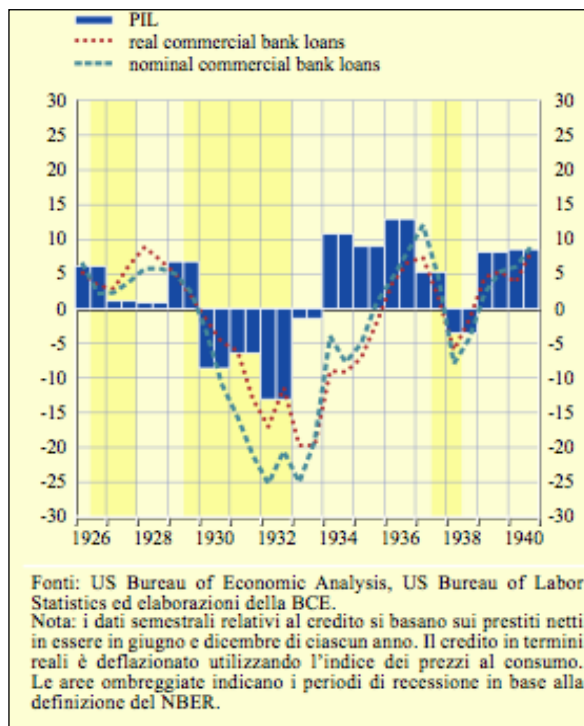
2 - Un po' di storia

2.1 – Esempi dal passato: errori e soluzioni non tradizionali

La trappola della liquidità non è certamente il classico argomento che si può trovare su un testo base di macroeconomia, dato che un'economia, una volta entrata in essa, si viene a trovare in un *topsy-turvy world*, ossia un mondo sottosopra, dove spesso tutto quello che è raccontato nei percorsi accademici di base viene completamente ribaltato, dove prima comportava uno stimolo per l'economia ora comporta solo un aggravamento della situazione; ma oltre che per motivi di complessità è comunque spesso assente in quei testi poiché non è decisamente un fenomeno frequente. Addirittura, successivamente al caso degli anni Trenta, molti esperti erano convinti che si fosse trattato di un caso unico che apparteneva al passato e non di un fenomeno macroeconomico ripetibile dotato di proprie caratteristiche. Ovviamente questa convinzione è stata sostenibile fino agli anni novanta, quando in Giappone, la Grande Recessione, periodo durante il quale per più di una volta i tassi di interesse si sono accostati alla soglia zero (come è avvenuto nel 2004 quando la BoJ ha voluto mandare un segnale "monetario" attraverso una sua forte presa di posizione, conducendo un intervento sul mercato che ha portato i tassi overnight allo 0,001%) ha fatto ricredere anche il più grande degli scettici. Il fatto comunque che sia un evento molto raro avvenuto una volta nei lontani anni trenta e un'altra nel lontano Giappone, non può essere certamente motivo per sottovalutare il fenomeno e non prenderlo in considerazione seriamente dal punto di vista macroeconomico, specialmente oggi, periodo storico in cui tutte le più grandi banche centrali come BCE, Fed, BOE e BoJ hanno fissato dei tassi di interesse overnight praticamente pari a zero. Tra i vari economisti che sono di questo avviso, particolarmente interessante è la posizione di Richard Koo, il quale oltre ad essere *Chief Economist* del *Nomura Research Institute*, ad oggi è anche il più grande sostenitore di una quantomeno peculiare tesi. Infatti egli afferma che il mondo attualmente, e in particolar modo U.S. e U.K., sta vivendo e dovrà affrontare quasi le stesse problematiche incontrate dal Giappone per 15 lunghi anni (Grande Recessione). Le sue convinzioni, le quali nascono principalmente dalla sua esperienza sul campo e da un'attiva partecipazione alla risoluzione del caso giapponese, sono ben chiarite nei suoi due libri *'Balance Sheet Recession: Japan's*

Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications e *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. Più avanti nel terzo capitolo proporrò degli estratti per mettere in luce, attraverso dati e grafici, alcune caratteristiche in comune tra il caso giapponese e il quadro "globale" odierno.

Numerosi esempi di errori di politica economica connessi al passato supportano la convinzione che i fattori chiave di un buon intervento da parte di una banca centrale siano una severa costanza nel portar avanti le politiche scelte e una forte coerenza tra ciò che viene preso come impegno e ciò che in seguito viene realmente messo in atto, inserite in un quadro fatto da degli annunci chiari e trasparenti. Può essere



sicuramente utile prenderne in considerazione alcuni.

Franklin Delano Roosevelt dopo essere diventato Presidente nel 1933 non solo dichiarò esplicitamente lo scopo delle sue manovre, ossia una forte politica di *reflation*, ma portò avanti anche una serie di altre politiche di sostegno che rendevano questa strada più solida e credibile. Queste politiche ebbero un così elevato successo che l'output tra il 1933 e il 1937 subì una forte impennata, crescendo oltre del 35%; ma nel 1937, forse per eccessivo ottimismo, Roosevelt

abbandonò la *reflation* annunciata nel '33, aumentando le tasse e tagliando la *'governement spending'*, rinunciando anche alla maggior parte delle politiche che facevano da colonne portanti. Come ben spiegato da Eggertsson nel suo *paper 'Liquidity Trap'* questo fu un cantar vittoria troppo presto, infatti proprio a causa di questa marcia indietro, nel periodo che va dal 1937 al 1938 ci fu una ricaduta del GDP, che riprese a salire solo quando si ritornò ad un serio impegno verso la politica di *reflation* promessa. Il grafico n. 3 e la seguente tabella sono entrambi robuste prove di tale osservazione, è infatti evidente come l'analisi a parole corrisponda

perfettamente sia con i dati della BCE mostrati nel grafico precedente (n. 3), sia con i dati ottenuti da numerose ricerche statistiche. La tabella riportata illustra tali dati¹:

1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939
843.33	768.3	709.33	615.68	602.75	649.31	698.98	798.32	832.46	799.35	862.995
4	14	2	6	1	6	4	2	9	7	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,0611	0,088	0,0767	0,1320	0,0210	0,0772	0,0764	0,1421	0,0427	0,0397	0,07961
979	957	6768	2042	0840	5322	9402	1695	7382	7626	165

Un caso simile più recente risale al 1997-98 quando il governo giapponese bloccò la politica di stimolo fiscale, portata avanti fino a quel periodo prevalentemente dal *deficit spending*, pensando che una robusta e autonoma ripresa fosse già in corso. Anche qui, questa marcia indietro e questo eccesso di sicurezza, esattamente come riaccadde nel 2001 quando fu nuovamente ripresa una decisione molto simile, portarono ad una nuova caduta dell'economia giapponese, (1997 | 2 636.148 | 1.77% ; 1998 | 2 608.549 | -1.047% ; 1999 | 2 605 014 | -0,135% ; 2000 | 2 667 151 | 2.385% ; 2001 | 2 672 570 | 0,20% | 2002 | 2 664 475 | -0,302%) la quale senza alcun forse aveva bisogno di altro tempo per rimettere in piedi un settore privato in ginocchio. I risultati dei troppo prematuri interventi di *fiscal consolidation* possono essere ben esposti nel grafico n. 4, avente come fonte il *Ministry of Finance* giapponese, presentato nella pagina seguente. Esso mostra come ogni tentativo di *fiscal consolidation*, come ad esempio l'aumento della pressione fiscale, abbia fatto crescere il *fiscal deficit* invece di ridurlo, addirittura perché al posto di avere il suo "normale" effetto atteso di ampliamento del gettito fiscale, si sono registrati dei crolli in tal senso.

Le ragioni che sono alla base di queste affermazioni e risultati saranno decisamente approfondite e motivate nei successivi capitoli, in particolare nel paragrafo 3.2.

¹ fonte: Angus Maddison; "Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD"

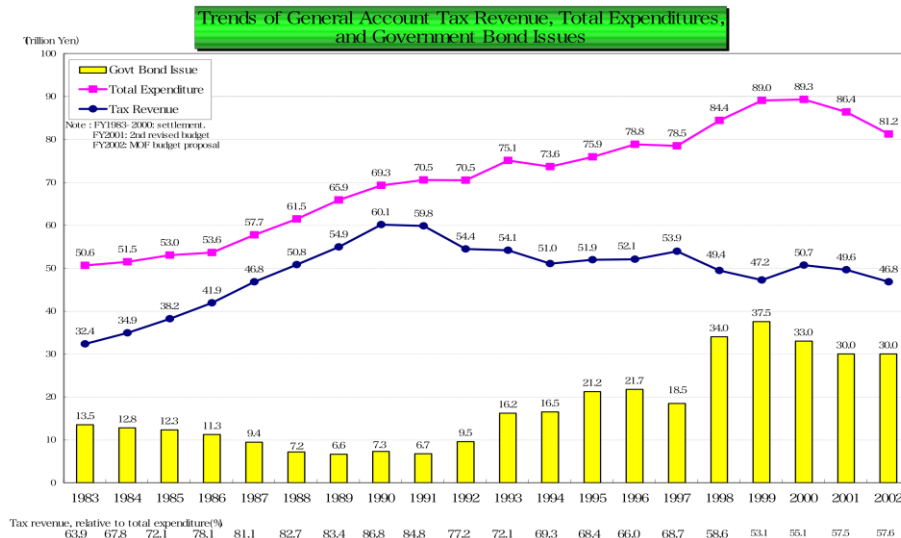


Grafico n. 4

2.2- Le 3 'C' per un'ottima gestione macroeconomica

E' abbastanza evidente che nei casi appena esaminati la costanza e la coerenza non sono sempre stati protagonisti, ma, pur essendo molto importanti per la buon riuscita di una qualsiasi manovra economica, anch'essi sono futili se la banca centrale non può godere di una forte credibilità da parte del settore privato e dell'opinione pubblica. Riuscire a raggiungere una buona credibilità nella gestione di situazioni così delicate è decisamente difficile per varie ragioni, e dunque diviene un ulteriore problema da tenere in considerazione.

Su tutto, siccome un'economia non si trova tutti i giorni a trattare con una trappola della liquidità, o con *shocks* deflazionistici di grandi dimensioni, gli individui non possono avere un ampio bagaglio di esperienze tali da convincerli di una buona riuscita delle scelte effettuate dalla banca centrale, e inoltre dato che solitamente a quest'ultima viene riconosciuto, e la stessa si auto considera come tale, il ruolo di difensore dell'economia contro forti *shocks* inflazionistici, passare in pochi mesi da grande "oppositore" a più grande "promotore" è di certo un bel volo pindarico.

Pertanto si potrebbe affermare che ci si trova realmente in una trappola della liquidità Keynesiana, se la banca centrale non è in grado di modificare le aspettative. Vari autori hanno detto la propria sul come, per esempio, una politica di *quantitative easing* può essere inefficace o, in ogni caso, limitata nel suo risultato. Krugman

(1998) al riguardo afferma che un'ampia politica di *quantitative easing* effettuata per muovere l'economia dallo stallo della quota zero (tassi di interesse pari o vicini allo zero) è inefficace quando l'opinione pubblica si aspetta che l'offerta di moneta, successivamente all'implementazione dell'intervento monetario, ritornerà in futuro ad un qualche valore costante non appena che i tassi di interesse saranno nuovamente positivi.

Eggertsson e Woodford (2003) dimostrano, anche loro, che una politica di *quantitative easing* è inefficace se il settore privato ritiene che la banca centrale segua una *Taylor rule*. Solitamente una banca centrale che segue una *Taylor rule*, caso molto frequente in paesi industrializzati, abbasserà i tassi di interesse se l'inflazione è sotto il target o l'output è sotto il trend; aumenterà i tassi di interesse se l'inflazione è sopra i target o l'output è sopra il trend. Il settore pubblico, conoscendo in linea generale il comportamento "standard" della banca centrale in tali contesti, anticiperà una riduzione dei tassi di interesse se sono presenti pressioni inflazionistiche, e un aumento degli stessi se sono riscontrabili pressioni deflazionistiche. Pertanto con un *commitment* di tal genere, stabilità dei prezzi, una *quantitative easing*, secondo i due autori, perde la sua efficacia poiché il settore privato già si aspetta che un aumento della base monetaria sarà rinnegata non appena le pressioni deflazionistiche si saranno placate.

In generale banche centrali che seguono un approccio di *inflation targeting* possono sempre essere anticipate e difficilmente possono rendere credibili scelte di politica monetaria che comporterebbero uno stabile e più elevato livello di inflazione. Tutte le banche centrali prendono in considerazione il livello di inflazione e sanno bene cosa può comportare, ma non tutte seguono per forza un approccio di *inflation targeting*. Quest'ultimo in particolare offre una certezza agli agenti economici: l'inflazione prima di tutto. Ossia la banca centrale cercherà di mantenere un desiderato livello di inflazione anche a scapito di altre variabili-fattori. Pertanto è evidente come sia ancora più difficile portare avanti la promozione di una forte inflazione in un tale approccio. Questo è vero anche quando una spinta inflazionistica è una delle poche soluzioni da prendere per poter far uscire l'economia da una tremenda spirale recessiva. Infatti in contesti fortemente deflazionistici, un adeguato intervento di politica monetaria è un rimedio necessario e allo stesso tempo potenzialmente il più rapido affinché il livello dei prezzi non crolli vertiginosamente. Un tale crollo può rappresentare un problema complesso e non trascurabile, (e ne sarà

immediatamente chiara la natura dopo aver letto le seguenti righe). Ricordando l'equazione di Fisher, abbiamo che:

$$i = r + \pi \quad \text{oppure,}$$

$$r = i - \pi$$

dove i è il tasso di interesse nominale, r il tasso di interesse reale e π l'inflazione. Se il tasso di inflazione crolla molto velocemente e in particolare, come spesso accade in forte contesti deflazionistici, quando questa sua caduta diventa troppo rapida per essere colmata dai tassi di interesse nominali, questo processo può innescare un circolo vizioso riassumibile nel modo seguente: la caduta "lampo" dei prezzi abbassa il tasso di interesse reale dato che i tassi di interesse nominali non sono in grado di colmare il gap; essendo il tasso di interesse reale la principale variabile che fa pendere la bilancia verso il consumo presente o futuro, la sua caduta fa propendere i consumatori verso un aumento del consumo futuro a scapito del consumo corrente, così creando un'ulteriore pressione al ribasso del livello dei prezzi nell'economia che a sua volta incrementerà il valore del tasso di interesse reale.

Eggertsson (2006 a) ancora mostra che, se una banca centrale vuole minimizzare le perdite in una funzione standard dipendente da un *trade-off* tra livelli di inflazione e output *gaps*, essa non sarà in grado di inculcare aspettative inflazionistiche nell'opinione pubblica poiché per quest'ultima la banca centrale avrà sempre e comunque, "per costruzione", un incentivo a rinnegare la promessa tornando a livelli di inflazione ottimali una volta usciti dalla situazione di stallo economico.

E' dunque evidente come questi autori, in un modo o nell'altro, condividano la stessa idea di base: la credibilità di una banca centrale gioca un ruolo fondamentale nel trasformare un'operazione da potenzialmente efficace a realmente efficace.

2.3 – Strumenti di politica fiscale e monetaria non tradizionali per una *credible reflation*

Come già accennato in precedenza, in un ambiente deflazionistico, ossia una situazione in cui il livello dei prezzi è in continuo calo e i tassi di interesse tendono

alla quota zero, a causa del *deflation bias*, della reputazione della banca centrale (avendo il ruolo istituzionale di difensore dell'economia contro alti livelli di inflazione) e dell'impossibilità per la stessa di effettuare nessuna azione diretta, dal momento che il vincolo dello '*zero bound*' impedisce un ulteriore taglio dei tassi di interesse, meri annunci di politica economica non possono essere minimamente sufficienti, e anche su questo punto molti autori si sono soffermati a dire la propria.

Calvo (1978) propose il debito governativo come un ottimo strumento a supporto di politiche inflazionistiche. Perché? La motivazione è molto semplice. Promettere inflazione futura e allo stesso tempo emettere debito è un forte segnale di credibilità inviato all'economia. In generale un segnale è considerato un atto o manovra del governo e banca centrale in grado di intaccare le aspettative del settore privato, dal momento che il suo rinnegamento causerebbe delle forti perdite per lo stesso. Infatti in questo caso annunciare una politica inflazionistica e contemporaneamente stampare un ammontare generico di debito e successivamente fare marcia indietro o invertire le promesse, comporterebbe una grave perdita per il governo, essendo quest'ultima direttamente determinata dall' aumento del valore reale del debito. Così il governo sarebbe costretto ad aumentare le tasse per colmare la perdita subita; ma ovviamente ad un'economia malata servirebbe una medicina piuttosto che una nuovo aggravio delle sue condizioni, come può essere, per l'appunto, una politica fiscale restrittiva, che forse è proprio l'ultima delle cose da effettuare in una situazione già grave di suo.

Nell'ultimo decennio Jeanne e Svensson (2006) e Eggertsson (2006 a) hanno messo in evidenza un altro tipo di intervento che può portare allo stesso risultato di ottimo *commitment* e di segnale di credibilità per combattere la deflazione. Per essi se il governo emette dei *government bonds* o stampa moneta e allo stesso tempo acquista *foreign exchange*, esso sicuramente dovrà affrontare delle perdite patrimoniali (*balance-sheet losses*) se in seguito rinnegasse le sue promesse inflazionistiche, dal momento che questo comporterebbe un apprezzamento del tasso di cambio e pertanto una perdita di portafoglio per il governo.

Ancora Eggertsson in alcuni sui *papers* (2005; 2006) propone in rassegna altri tipi di strumenti utilizzabili dalle autorità per sconfiggere pressioni deflazionistiche sull'economia, come ad esempio acquisti governativi di beni e servizi, oppure politiche che riducono nel breve periodo il livello naturale di output, Y^n , che può successivamente aumentare l'output d'equilibrio; infatti abbassare il livello naturale

dell'output genera corrente e attesa *reflation* sul livello dei prezzi, la quale, se abbastanza forte, può comportare una ripresa economica guidata dall'impatto sui tassi di interesse reali.

Inoltre alcune banche centrali mondiali, in particolare la BoJ durante la Grande Recessione e la Fed successivamente alla crisi finanziaria del 2008, hanno cercato di conseguire degli stimoli economici attraverso delle politiche monetarie "non convenzionali" che tendenzialmente consistono nell'acquisto di particolari attività finanziarie contro nuove emissioni di moneta. Un esempio rilevante è certamente l'acquisto di titoli di stato a lungo termine per creare pressioni al ribasso sui tassi di interesse a lungo termine. Dato che questi ultimi sono i principali fattori di formazione dei tassi di interesse richiesti per i mutui sulla casa, essi abbassandosi possono così ridurre i costi di indebitamento richiesti per l'acquisto di beni immobiliari e principalmente aumentare la domanda per le abitazioni.

Infine in quadri deflazionistici causati da ampie e sistematiche strette creditizie, dove la domanda di fondi più che supera l'offerta degli stessi, la banca centrale può cercare di rinforzare le banche commerciali, concedendo loro dei cosiddetti *fat spreads*, ossia riducendo il tasso di interesse al quale la banca centrale offre denaro alle banche commerciali, tuttavia consentendo a queste ultime di continuare a dare a prestito al settore privato a tassi di interessi elevati. In tal modo le banche tornerebbero a godere di un livello consistente di liquidità, così risolvendo gli squilibri da domanda e offerta di liquidità e ripristinando il normale rapporto tra banche commerciali e settore privato. Quest'ultima politica risulterebbe specialmente utile in contesti dove il governo non può far affidamento ad interventi di tipo fiscale, dato che non è richiesto l'utilizzo di fondi pubblici.

3 – Trappola della liquidità e analisi dei suoi fondamenti micro-macroeconomici: un problema di deleveraging

Durante l'esame di un grande evento macroeconomico, non bisogna mai scordare che esso nasce e si svolge su due livelli: micro e macro. Illustrare una politica monetaria o fiscale senza analizzare il comportamento degli agenti microeconomici può essere un grave errore che assolutamente non va commesso. Affermare che una politica, ad esempio monetaria, sia ottimale solo perché ha già funzionato in precedenza, e pertanto implementarla senza comprendere realmente la situazione di base che ha scatenato il problema, può comportare o l'inefficacia della stessa, o peggio ancora un aggravamento della situazione. In seguito mostrerò vari contesti economici, ognuno dei quali con delle proprie caratteristiche di base, e sarà chiaro come al variare delle stesse sia ottimale o meno la scelta di una determinata politica. Infine il mio intento è quello di creare una solida base analitica e grafica, attraverso l'uso di vari modelli e ricerche creati sia nel passato che di recente, alla spiegazione di un trend sempre più deciso, nel quale un numero crescente di economisti e ricercatori vedono la politica fiscale lo strumento principale e la politica monetaria come secondario, continuando ad avere una sua efficacia, ma essenzialmente solo come uno strumento di supporto della politica fiscale.

3.1 – Un'impostazione Neo-Keynesiana: La centralità della AD in un'economia sottosopra

Mostrare le preferenze, i comportamenti e i vincoli degli agenti economici e come essi si modificano durante periodi di depressione economica, può essere utile per comprendere sia la posizione che ricopre la banca centrale o il governo in tali situazioni, sia i vincoli e gli ostacoli con cui essi si devono scontrare per implementare politiche economicamente risolutive. Inoltre risulta altrettanto utile porre l'accento su come in ambienti diversi, lo scoppio di uno *shock* può avere un impatto più o meno importante sull'economia. L'esame di questi contesti partirà da situazioni più semplici per poi muovere verso circostanze più articolate, o meglio più

realistiche, pur avendo ognuna importanti implicazioni per uno studio approfondito di una trappola della liquidità.

Per far ciò, in questo paragrafo, baserò l'esposizione attraverso l'utilizzo di specifiche porzioni di alcuni modelli presentati da Paul Krugman e Gaudi B. Eggertsson². Essi si basano su delle particolari assunzioni, che elencherò in seguito, che rendono tali impostazioni differenti da molte altre, per le quali a creare i disturbi nei mercati finanziari non è uno *shock* che colpisce direttamente gli intermediari finanziari (Curdia&Woodford) o la possibilità di rivendita degli *assets* finanziari nei mercati secondari (Del Negro), bensì un'immediata riduzione della quantità di debito che una famiglia può dare e prendere a prestito, ossia quello che viene denominato come *Minsky moment*³. Inoltre nei *papers* presi a riferimento il dare e prendere a prestito non è motivato da *shocks* idiosincratichi, ma da differenti funzioni di preferenza/utilità, rendendo possibile la stesura di un modello su una più semplice illustrazione del fenomeno e così raggiungere una soluzione in forma chiusa, altrimenti non verificabile.

3.1.1– Una *pure endowment economy*

Come appena accennato le ipotesi alla base dell'economia che sarà descritta di seguito sono numerose e spesso forti, ma verranno sciolte nelle successive "presentazioni".

Le ipotesi alla base sono:

- 1) Nessun risparmio aggregato o investimento è possibile
- 2) Gli individui godono di uno stesso *endowment*, il quale inoltre è costante al livello $(1/2) Y$
- 3) Gli individui sono uguali in tutto e per tutto differendo solamente a livello di preferenze temporali: agenti impazienti (b) prendono a prestito dagli agenti pazienti (s)
- 4) Tutti gli agenti sono riconducibili solamente a due classi di individui, ossia per l'appunto *impatient individuals* (b) e *patient individuals* (s)

² "Debt, Deleveraging, and Liquidity Trap" (2012); "Supplementary material to Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap", "The paradox of toil"; "Liquidity Trap"; "What fiscal policy is effective at zero interest rates?";

³ Rimando una sua approfondita spiegazione al sottoparagrafo 3.3.2.

- 5) Prendere e a dare a prestito prende la forma di *indexed risk-free bonds*, dove per indicizzate qui ci si riferisce ai beni di consumo.
- 6) Esiste un vincolo di bilancio che è assoggettato ad un limite di accumulo del debito della seguente forma:

$$(1+R_t)Dt(i) \leq D^{\text{high}} > 0 \text{ (vincolo di indebitamento)}$$

$$Dt(i) = (1+R_{t-1})D_{t-1}(i) - (1/2)Y + Ct(i) \text{ (vincolo di bilancio)}$$

dove se D è positivo sta per debito, e se è negativo sta per un'attività.

- 7) A sua volta il vincolo di indebitamento deve essere sempre minore del valore attuale dell'output dell'agente:

$$D^{\text{high}} < (1/2)(\beta/(1-\beta))Y$$

dove β è il fattore di sconto, Y è l'output aggregato e D^{high} è il limite di indebitamento.

- 8) Tutta la produzione è consumata, in modo che

$$Y = C^b + C^s$$

Alla base di queste ipotesi l'agente b è più impaziente dell'agente s e la soluzione stazionaria del modello sarà quella in cui b prenderà a prestito da s fino al limite, ossia il consumo di b sarà:

$$C^b = (1/2)Y - (r/(1-r))D^{\text{high}}$$

Dovendo essere rispettata l'ipotesi 8), il consumo di s corrisponderà a:

$$C^s = (1/2)Y + (r/(1+r))D^{\text{high}}$$

Inoltre, a differenza del *borrower*, il consumo del *saver* soddisfa una *consumption Euler equation* per ogni t :

$$(1/(C_t^s)) = (1 + r_t)^\beta E_t (1/(C_{t+1}^s)).$$

Inoltre proprio questa forte differenza di caratteristiche tra *borrowers*, *liquidity constrained agents*⁴, e *savers*, che, ripeto, sono individui aventi una funzione di consumo che segue la struttura di una *consumption Euler equation*, è una di quelle caratteristiche microeconomiche alla base del funzionamento del modello proposto.

In un'economia caratterizzata dai vincoli e dalle funzioni sopra elencate, un singolo evento scatenante un forte cambiamento delle attitudini dei consumatori può compromettere seriamente un equilibrio economico. Questo cambiamento può avvenire per varie ragioni, ma in questo caso considereremo ciò che viene denominato il *Minsky moment* (o il *Wile E. Coyote moment*). In un tale approccio quest'ultimo può essere rappresentato come una revisione verso il basso del limite sicuro di indebitamento, ossia scendendo dal livello *D high* sopra descritto a un livello forfettariamente più basso (*D low*). Questa revisione è causata da una sopravvalutazione degli *assets* e/o dall'insufficienza dei vincoli di garanzia, forse troppo "morbidi", nei confronti di alcuni debiti. In un'economia con le caratteristiche appena descritte e (avente) prezzi flessibili una riduzione del limite massimo di indebitamento porta ad una caduta del tasso di interesse reale. Questa caduta è causata dalla forte diminuzione della quantità di debito domandata e dalla riduzione del numero di *borrowers* presenti sul mercato. Dunque se questo fenomeno è sufficientemente grande, esso può portare il tasso di interesse ad essere temporaneamente negativo, ma quando l'economia incorre in questo rischio e quanto forte deve essere questo fenomeno? Krugman e Eggertsson (2012) danno una risposta a questa domanda in modo rigoroso. Per semplicità essi dividono i periodi in *short-run* (S) e *long-run* (L). Come nello stato stazionario, nel lungo periodo, quando sarà nuovamente ritrovato un "equilibrio", il prenditore a prestito avrà la stessa funzione di consumo dello stato stazionario descritta in precedenza, ossia abbiamo:

⁴ Individui incapaci di ripagare il debito di più di ciò che devono e che hanno una propensione marginale al consumo sull'*income* "extra" pari ad 1.

$$C_L^b = (1/2)Y - (r/(1-r)) D^{\text{low}} = (1/2)Y - (1-\beta) D^{\text{low}}$$

Dove nel terzo termine dell'equazione il tasso di interesse reale viene sostituito con il tasso di interesse reale di lungo equilibrio.

Dato che nel breve periodo (S) il *borrower* deve diminuire la leva finanziaria per soddisfare il nuovo limite, il suo vincolo di bilancio in S diventa:

$$(1/2)Y = C_s^b + D^{\text{high}} - D_s \quad \text{oppure,}$$

$$D_s = D^{\text{high}} - (1/2)Y + C_s^b .$$

I due autori aggiungono poi come assunzione semplificatrice che "b" deve procedere in un unico periodo, ossia:

$$D_s = ((D^{\text{low}})/(1+r_s))$$

così sostituendo il nuovo limite nel vincolo di bilancio otteniamo le "nuove" funzioni di consumo:

$$C_s^b = (1/2)Y + ((D^{\text{low}})/(1+r_s)) - D^{\text{high}} \quad (\text{consumo in S di b})$$

$$C_L^s = (1/2)Y + (r/(1+r))D^{\text{low}} = (1/2)Y + (1-\beta) D^{\text{low}} \quad (\text{consumo in L di s}).$$

Nuovamente siccome tutta la produzione nel breve periodo (S) viene consumata (ipotesi 8)):

$$C_s^s + C_s^b = Y .$$

Sostituendo per il consumo del *borrower* otteniamo:

$$C_s^s = (1/2)Y - ((D^{\text{low}})/(1+r_s)) + D^{\text{high}}$$

Inoltre ricordando che il consumo ottimale del *saver* soddisfa una “*consumption Euler equation*”:

$$C_L^s = (1+r_s)\beta C_s^s$$

Sostituendo il consumo di breve e di lungo del *saver* in quest’espressione ed esplicitando per $(1+r_s)$ otteniamo:

$$1+r_s = ((1/2)Y + D^{\text{low}})/(\beta(1/2)Y + D^{\text{high}}) \quad (\text{alfa}^1).$$

In questo modo Krugman e Eggertsson riescono a fissare la soglia limite oltre la quale un *deleveraging shock* può produrre una “preoccupante” trappola di liquidità. La condizione affinché questo avvenga è che il tasso di interesse naturale r_s diventi negativo:

$$((1/2)Y + D^{\text{low}})/(\beta(1/2)Y + D^{\text{high}}) < 1 \quad (\text{Condizione 1}) \quad \text{oppure}$$

$$\beta D^{\text{high}} - D^{\text{low}} > (1/2)(1-\beta)Y$$

dove, per l’appunto, entrambe le equazione sovrastanti implicano un tasso di interesse naturale r_s negativo.

Generalmente questo avverrà se “ $(\beta D^{\text{high}} - D^{\text{low}})$ ” è grande abbastanza, ossia se il *debt overhang* è grande abbastanza.

Infatti più il *deleveraging* sarà sostanzioso più il *borrower* dovrà ridurre la sua quota di consumo per potersi riportare ad un livello di indebitamento sicuro. Ma in un’economia dove una parte degli agenti sta riducendo fortemente il consumo, se l’altra parte, ossia i *savers*, non aumenta la sua quota consumo, si verificherebbe una forte contrazione dei prezzi e dell’output. Pertanto qualcosa deve accadere affinché questo non possa avvenire. Quel qualcosa è esattamente una forte caduta del tasso di interesse reale. Questo condurrebbe ad un forte aumento della quota consumo dei *savers*, sostituendo una parte dei loro *savings* con del consumo aggiuntivo. Affinché questo avvenga, anche a fronte di un grande *deleveraging shock*, il tasso di interesse reale deve diventare negativo per indurre il *saver* a

spendere sufficientemente di più. Questo è a parole nient'altro rispetto a ciò che è stato sopra descritto analiticamente.

Tale processo ha delle forti implicazioni di politica monetaria, esse non possono ancora essere evidenti poiché nell'economia descritta manca ancora una variabile molto importante: il livello dei prezzi. Infatti quest'ultimo può essere un fattore molto rilevante nel processo di accomodamento dello *shock*. È possibile introdurre il livello dei prezzi senza stravolgere le funzioni di consumo descritte in precedenza. Dal lato del *saver* è ancora soddisfatta una *consumption Euler equation* della seguente forma:

$$(1/C_t^s) = (1+i_t) \beta E_t (1/C_{t+1}^s)(P_t/(P_{t+1}))$$

dove P è il livello dei prezzi e i è il tasso di interesse nominale.

La parte fondamentale arriva ora. Assumendo che lo *zero bound* ($i_t \geq 0$) sia vincolante, e in particolare lo sia in (S), è possibile mostrare come un forte *deleveraging shock* in (S) possa porre l'economia in una rotta di depressione martoriata da ampi *shock* deflazionistici. Nel lungo periodo, invece, è possibile fissare il livello dei prezzi di lungo periodo a $P_L = P^*$, ossia una volta che il *deleveraging shock* è passato, lo *zero bound* non sarà più vincolante e il livello dei prezzi rimarrà stabile. Ma, come appena detto, i problemi si incontrano nel breve periodo. Se lo *zero bound* non fosse vincolante in (S) i prezzi non sarebbero costretti prima a crollare per poi tornare ad un livello stabile. Infatti nel breve periodo abbiamo:

$$1 + r_s = (1 + i_s)(P_s/P^*)$$

ma se rivediamo la "Condizione 1" si può notare nei seguenti passaggi, che non è possibile settare $P_s = P^*$ poiché se lo facessimo e risolvessimo per il tasso di interesse nominale otterremmo:

$$1 + i_s = (1 + r_s)(P^*/P_s) = ((1/2)Y + D^{\text{low}})/(\beta(1/2)Y + \beta D^{\text{high}}) < 1$$

che non vuol dire altro che la banca centrale non può mantenere un livello dei prezzi costante, poiché questo comporterebbe un tasso di interesse nominale negativo

(come mostrato nella Condizione 1), e data l'impossibilità di tale evento il livello dei prezzi nel breve periodo deve cadere in modo tale da risalire nel futuro, creando così aspettative d'inflazione che possano rendere possibile avere un tasso di interesse reale negativo.

Questo può sembrare "innocuo", ma in realtà aggrava ulteriormente la condizione economica dei *borrowers*. Per mettere in luce gli effetti sull'economia di questa caduta dei prezzi bisogna non prendere più in considerazione un debito governativo *indexed*, ma supporre che esso abbia un valore nominale pari a B, comunque mantenendo il limite del debito espresso in termini reali (come è probabile che sia dato che esso è collegato con l'abilità reale dei debitori di ripagare il loro debito). A questo punto è possibile vedere come una tale pressione deflazionistica aumenti il peso dell'atto di diminuzione della leva finanziaria. Infatti a questo punto abbiamo:

$$D^{\text{high}} = (B^{\text{high}} / P_s)$$

dunque il pagamento che un agente b deve effettuare per soddisfare il nuovo limite è:

$$(B^{\text{high}} / P_s) - (D^{\text{low}} / (1 + r_s))$$

risultando pertanto evidente che se P cade nel breve periodo, il *borrower* dovrà pagare di più.

Ma non finisce qua. Se ora sostituiamo in (alfa¹) il livello nominale del limite di indebitamento con quello reale, otteniamo:

$$1 + r_s = ((1/2)Y + D^{\text{low}}) / (\beta(1/2)Y + \beta(B^{\text{high}} / P_s)) \quad (\text{alfa}^2)$$

che mettendola a confronto con (alfa¹) è possibile notare una differenza fondamentale: ora il tasso di interesse non si assesterà ad un determinata quota successivamente al crollo del livello sicuro di indebitamento, ma metterà in moto una spirale che, seppur con effetti sempre più smorzati, impedirà all'economia di trovare un equilibrio stabile. Denominando " $((1/2)Y + D^{\text{low}}) / (\beta(1/2)Y + \beta(B^{\text{high}} / P_s))$ " con "Z" per rendere la trattazione più veloce, è possibile ricondurre tale processo in un classico quadretto di *Fisherian Debt Deflation*: il *Minsky moment* fa crollare il livello di debito sicuro obbligando così i *borrowers* a effettuare il pagamento della parte di debito

considerata insicura; così diminuendo il numero dei *borrowers* sul mercato e la quantità di debito domandata il tasso di interesse reale crolla accompagnato anche da una forte caduta dei prezzi. A questo punto la caduta dei prezzi aumenta il valore del denominatore di “Z” riducendone così il valore complessivo fino al valore “Z²”:

$$0 > r = \frac{1}{Z} - 1 > \frac{1}{Z^2} - 1$$

in questo modo il tasso di interesse reale/naturale diventa ancora più negativo, facendo così ricadere il livello dei prezzi per le stesse ragioni spiegate in precedenza..

3.1.2 – Un’economia con produzione endogena

Rilassando l’ipotesi del paragrafo precedente riguardante l’assunzione di un’economia con una produzione esogena, e passando ad un’economia con produzione endogena, è possibile rendere più realistica la formalizzazione del modello e introdurre nuove intuizioni senza comunque stravolgere i risultati osservati fino ad ora.

A questo punto i *savers* e *borrowers* non consumeranno dei “semplici” beni, bensì ci troviamo davanti ad un *Dixit-Stiglitz aggregate* di un *continuum* di beni. Una tale impostazione genericamente comporta una funzione utilità data da⁵:

$$U = \left(\int_0^n q(\omega)^p d\omega \right)^{1/p}$$

dove $q(\omega)$ è il consumo di varietà ω , n è la quantità di varietà disponibili per i consumatori, e p è una misura di sostituibilità, funzione che si basa principalmente sull’idea che esista un dato potere di mercato per alcune imprese e che i consumatori percepiscano il gusto per la varietà, ossia preferisce un *mix* diversificato di beni.

Nel nostro caso la funzione di utilità è data da:

⁵ Ho derivato tali conclusioni a seguito della lettura di “The basics of Dixit-Stiglitz lite” di Jonathan I. Dinegel (2009)

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t [u^i(C_t(i)) - v^i(h^i(i))]$$

dove h sono le ore lavorate e C_t segue la successiva struttura:

$$C_t = \left[\int_0^1 c_t(j)^{(\theta-1)/\theta} \right]^{\theta/(\theta-1)}$$

Inoltre non ci confrontiamo più con un livello dei prezzi, bensì con un “*price index*” del tipo:

$$P_t = \left[\int_0^1 p_t(i)^{(\theta-1)} \right]^{1/(\theta-1)}$$

Ipotizzando dei consumatori di massa 1, ossia una massa infinita di consumatori “tutti uguali”, essi sono costituiti da un numero X_s di *savers* e X_b , ossia $1 - X_s$, di *borrowers*. Il consumo aggregato sarà pertanto dato dalla somma del consumo sostenuto da queste due frazioni della popolazione, ma le vere novità sono le seguenti:

- 1) il potere di mercato di una parte delle imprese, le quali ora possono settare in maniera monopolistica un prezzo, mantenendolo fisso per un determinato periodo, e si impegnano a vendere tutto ciò che è domandato modificando di conseguenza la domanda di lavoro (pur continuando ad esistere imprese che cambiano il loro prezzo ogni volta).
- 2) il consumatore ora può scegliere di effettuare il *deleverage* aumentando le ore di lavoro, oppure diminuendo il quantitativo di beni consumati.

Detto questo, entriamo nel vivo del modello. Effettuando una standard massimizzazione vincolata della funzione di utilità appena descritta, otteniamo una *first order condition* di scelta tra ore di lavoro e ammontare di consumo. Approssimando linearmente tale scelta ottimale, ossia approssimandola attraverso l’espansione della sua serie di *Taylor* arrestandola al primo grado, otteniamo il seguente rapporto:

$$W_t = \omega h_t^i + \sigma^{-1} C_t^i$$

dove $W_t \equiv (W_t - W^{ss})/W^{ss}$ o meglio $W_t \equiv \log (W_t / W^{ss})$

Imponendo in aggiunta che la banca centrale segua una *Taylor rule* avente forma:

$$i_t = \max (0, r_t^n + \phi_\pi \pi_t)$$

e ancora linearizzando rispettivamente prima la funzione di consumo del *saver* (1), che sempre rispetta una *consumption Euler equation*, e il vincolo di bilancio (2), abbiamo:

$$C_t^s = E_t C_{t+1}^s - \sigma(i_t - E_t \pi_{t+1} - r_{ss})$$

$$Y_t = \chi_s C_t^s + \chi_b C_t^b$$

Anche qui il *borrower* andrà incontro al momento in cui sarà obbligato ad effettuare il *deleveraging*, e dato che ancora facciamo avvenire tale evento nel breve periodo, la funzione di consumo del *borrower* sarà simile come struttura a quelle precedenti, ma questa volta, invece di considerare molte variabili come date, ad esempio il suo *income*, esse sono delle vere e proprie variabili soggette a cambiamenti:

$$C_s^b = I_s^b - D + \gamma_D \pi_s - \gamma_D \beta (i_s - \pi_L - r_{ss}).$$

A questo punto inseriamo tale funzione di consumo e l'altra funzione di consumo di breve periodo, ossia quella del *saver*, all'interno del vincolo di bilancio (2) in precedenza mostrato, e ricordando che questo modello ha come una delle sue principali caratteristiche quella di avere una neutralità di lungo periodo, cioè sia C^b in (L), che è la deviazione di consumo dallo *steady state*, sia C_s in (L) e π sono uguali a zero, otteniamo:

$$Y_s = \chi_s \{-\sigma(i_s - r_{ss})\} + \chi_b \{I_s^b - D + \gamma_D \pi_s - \gamma_D \beta (i_s - r_{ss})\}.$$

Sostituendo ora I_S di b con la sua forma esplicita⁶ costruiamo la Curva IS di tale economia, ossia la rappresentazione grafica e analitica di tutti quei punti che consentono l'equilibrio nel mercato reale, detto anche dei beni:

$$\hat{Y}_S = -\frac{\chi_s(\omega^{-1} + \sigma) + \chi_b\gamma_D\beta}{1 - \chi_b\mu}(i_S - \bar{r}) - \frac{\chi_b}{1 - \chi_b\mu}\hat{D} + \frac{\chi_b\gamma_D}{1 - \chi_b\mu}\pi_S \quad (\text{Curva IS}) \quad \text{oppure,}$$

$$\hat{Y}_S = -\frac{\chi_s(\omega^{-1} + \sigma) + \chi_b\gamma_D\beta}{1 - \chi_b\mu}(i_S - r_S^n)$$

La Curva IS è scrivibile anche in tale secondo modo grazie all'uso dell'equazione che rappresenta il tasso di interesse reale, la quale è data da:

$$r_S^n \equiv \bar{r} - \frac{\chi_b}{\chi_s(\omega^{-1} + \sigma) + \chi_b\gamma_D\beta}\hat{D} + \frac{\chi_b\gamma_D}{\chi_s(\omega^{-1} + \sigma) + \chi_b\gamma_D\beta}\pi_S$$

Pertanto è evidente che anche in questo caso la logica non è cambiata: il tasso di interesse reale, per controbilanciare una forte caduta del consumo da parte dei *borrowers*, è inversamente proporzionale all'ammontare di debito che è necessario pagare per rendere nuovamente sicuro il livello di indebitamento. Inoltre, anche così, maggiore sarà il valore di $D(\text{cappello})$ ⁷ maggiore sarà la caduta del tasso di interesse reale. In tal caso però l'effetto può variare tra un *range* di "magnitudini": nel caso in cui il parametro ω tende a uno, ossia come in precedenza il mercato del lavoro è completamente inelastico, allora il *deleveraging* avrà un effetto di magnitudine massima, nel caso invece ω tenda a zero, ossia ω^{-1} vada ad infinito (mercato del lavoro completamente elastico), le variabili che fanno da "parametro" alla *deviation* del debito dallo *steady state* e $\pi(s)$ tendono a zero, così rendendo nulla qualsiasi ripercussione sull'economia.

Attraverso le equazioni, assunzioni e funzioni che abbiamo appena analizzato è ora possibile derivare sia l'equilibrio raggiunto tra il settore reale e il settore monetario, ossia tracciare la Curva AD, unendo la Curva IS e la *Taylor rule*, sia l'equilibrio economico, trovando l'equilibrio tra domanda e l'offerta aggregata, ossia il punto di intersezione tra la Curva AD e la Curva AS, rappresentata da una *new classical Phillips curve*.

⁶ $I_S^b = W_S + h_S^b = \mu Y_S - \chi_S \omega^{-1} \chi_b^{-1} (i - r_{SS})$

⁷ $D = ((D_{high} - D_{ss})/Y_{ss})$

Subito ad un occhio vigile, sarà evidente che i vari punti di intersezione tra AD e AS, che descrivono i vari punti di equilibrio dell'economia in questione, sono quantomeno inusuali.

Come al solito la Curva di Phillips, in un grafico avente come ascissa e ordinata rispettivamente l'output Y e il livello dei prezzi P , ha inclinazione positiva:

$$\pi_t = kY_t + E_{t-1}\pi_t \quad (\text{Curva di Phillips o Curva AS})$$

Tuttavia la vera novità arriva dal segno della pendenza della Curva AD:

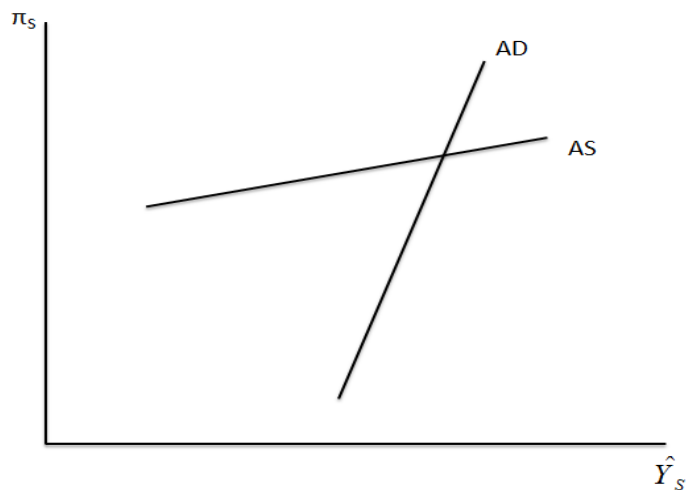


Grafico n. 5

anch'essa, nel periodo successivo al *deleveraging shock*, è positivamente inclinata. A differenza di un contesto economico "standard" la diminuzione del livello dei prezzi non supporta una risalita del livello dei consumi, bensì supporta un suo ulteriore crollo: le pressioni deflazionistiche, comportando un aumento del valore reale del debito, obbligano, almeno in parte, il consumatore a ripagare la quota di debito richiesta e a dedicare ai consumi una fetta minore del suo *income*; dato che l'effetto recessivo, causato dalla riduzione del livello dei consumi, non può essere controbilanciato da un aumento dei consumi da parte dei risparmiatori, essendo già il livello dei tassi di interesse a quota zero, l'economia nel suo totale subisce una riduzione del suo output aggregato.

3.1.3 – Un'economia paradossale: *paradoxes and fallacies of composition*

La positività delle inclinazioni delle due curve non solo spiana la strada ad un circolo vizioso che nella maggior parte dei casi può portare a forti spirali recessive, ma anche stravolge tutti i nessi logici e macroeconomici che usualmente vengono spiegati in corsi di economia di base.

Difatti un tentativo collettivo di aumentare i risparmi porta ad una riduzione degli stessi, l'ampliamento della volontà di lavorare, o lavorare maggiormente, provoca una diminuzione delle ore dell'ammontare di lavoro effettuato e, infine, l'affermazione "un'economia meno rigida "elasticizzata" da prezzi flessibili può aiutare l'economia in casi recessivi" non è più valida. Tutte le conclusioni appena elencate, le quali a prima vista risultano quantomeno illogiche, sono conosciute rispettivamente come: *paradox of thrift*, *paradox of toil* e *paradox of flexibility*. Tutti sono figli della pendenza positiva della AD (grafico n. 5), dai tassi di interesse bloccati a quota zero, dall'eccessivo indebitamento, ma ogni paradosso si sviluppa in modo diverso.

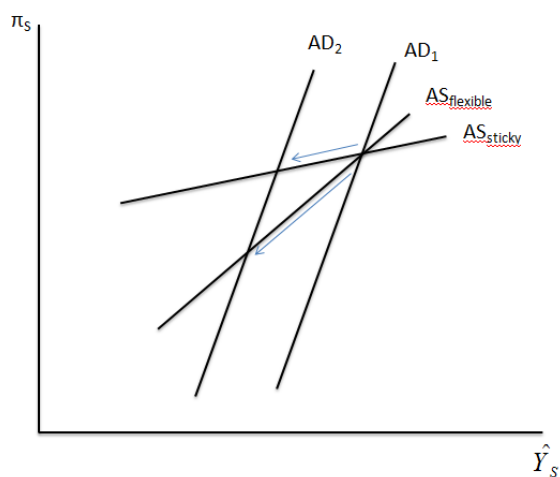


Grafico n. 6

Il *paradox of flexibility*, come prima detto, nasce quando si cerca di attenuare la rigidità di un'economia attraverso un livello dei prezzi e salari maggiormente flessibili. In questo caso l'iniziale e aggiuntivo calo del livello dei prezzi, non solo non

supporterebbe una ripresa dei consumi, ma farebbe ripartire il circolo vizioso fino ad ora analizzato, amplificandone gli effetti⁸.

Graficamente risulta ancora più veloce l'intuizione, pertanto passiamo all'analisi del grafico n. 6. In esso sono rappresentate due economie: *flex* e *sticky*. La prima è rappresentata da una curva AS più ripida, mentre la seconda da una più piatta. Successivamente ad uno *shock* negativo sul lato della domanda, come il *deleveraging shock* in questione, la curva AD si trasla verso sinistra ed è subito evidente che il nuovo punto di equilibrio in un'economia più flessibile non solo si ottiene ad un livello dei prezzi meno elevato, ma anche ad un livello di output più basso.

Il *paradox of thrift*, idea generalmente accreditata a J. M. Keynes, è il classico esempio di *fallacy of composition*: se ogni individuo decidesse contemporaneamente di aumentare la propria quota di risparmi, l'economia nel suo complesso invece di andare incontro ad un aumento del risparmio aggregato, si scontrerebbe con una sua diminuzione. In generale, come più volte affermato da Keynes, per ogni consumatore che sceglie di risparmiare maggiormente è bene ce ne sia un altro disposto a consumare di più. Se tutti i consumatori effettuassero questa scelta, a quel punto non ci sarebbe nessuno capace, attraverso un aumento dei suoi consumi, di controbilanciare questo evento. In tal modo l'economia affronterebbe un calo dovuto ai minori consumi, conducendo successivamente ad una diminuzione degli investimenti e dunque, secondo l'identità $S = I$ in un'economia chiusa, ad una riduzione dei risparmi. Molti economisti, specialmente i non-keynesiani, hanno portato spesso molte argomentazioni contro questo tipo di paradosso. La principale consiste nel fatto che se questo aumento dei risparmi è convogliato all'interno di una banca, quest'ultima potrebbe godere di una maggiore liquidità e pertanto una maggiore quota di essa da destinare a prestiti. L'aumento del numero dei prestiti all'interno dell'economia porterebbe alla riduzione del tasso di interesse che di conseguenza condurrebbe ad altri prestiti, investimenti e consumi. Il processo di contro-bilanciamento espresso dai non-Keynesiani parte dall'assunzione che i tassi di interesse possano scendere e così stimolare l'economia. Il motivo per cui questa confutazione non sia valida, in tale contesto, sarà più evidente successivamente alla lettura completa del mio elaborato, per ora basta porre la seguente domanda

⁸ Esso non è nient'altro che un *debt-deflation Fisher effect*, per una migliore esposizione vedere sottoparagrafo 3.3.3

retorica, la cui risposta negativa si fonda su un semplice concetto di arbitraggio: è immaginabile un mondo in cui un sistema bancario, o anche una sola banca, decida di aumentare i propri prestiti una volta che il tasso di interesse superi “soglia zero” ? Per ultimo, ma non per importanza, propongo un’analisi di un altro classico esempio di *fallacy of composition: the paradox of toil*. In ogni *fallacy of composition* cercare di guardare a quello che una singola persona fa all’interno dell’economia è del tutto fuorviante. In questi casi è altamente consigliato passare da un’ottica di *partial equilibrium* ad un’impostazione di *general equilibrium*. Il primo schema traccia un’economia in cui tutto è costante al di fuori dell’azione del singolo, nel secondo, invece, niente è costante. Più avanti andremo nello specifico e cercheremo di capire quali sono i risultati a cui portano entrambe le impostazioni, prima partiamo da una sua definizione. Questo paradosso produce una risposta, per l’appunto paradossale, alla seguente domanda: “Che succede se tutti un giorno si svegliano e provano lavorare di più?”. La risposta è che essi, nell’economia che ormai abbiamo descritto in tutte le salse, finiranno con lavorare di meno. Com’è possibile? La risposta necessita di una complessa e alquanto lunga spiegazione. Di seguito ho deciso di proporre un paragrafo intero per una sua attenta spiegazione, dal momento che lo ritengo di massima centralità.

3.1.4 - The Paradox of Toil

Le caratteristiche del fenomeno rendono il medesimo perfetto per un’analisi basata su un *New Keynesian dynamic stochastic general equilibrium model*. In particolare seguo tale modello facendo riferimento all’impostazione utilizzata da Eggertsson in “*The paradox of Toil*”. Prendiamo pertanto un’economia in cui la funzione di utilità delle *households* è descritta come segue:

$$E_t \sum_{T=t}^{\infty} \beta^{T-t} [u(C_T) - \psi_T v(l_T)] \xi_T$$

Dove β è un fattore di sconto, C_T è un *consumption aggregate*⁹, l_T è l’offerta di lavoro, $u(.)$ è l’utilità del consumo, $v(.)$ è l’disutilità del lavoro, mentre una notazione a parte la meritano ψ_T, ξ_T .

⁹ Seguendo l’ “impostazione Dixit-Stiglitz” già analizzata in precedenza.

Effettuando una massimizzazione vincolata della funzione utilità otteniamo la scelte ottimali di consumo e lavoro. La prima è descritta dalla seguente *consumption Euler equation*:

$$u_c(C_t) = (1+i_t)\beta E_t u_c(C_{t+1}) (\xi_{t+1}/\xi_t) (P_{t+1}/P_t).$$

La seconda consiste nella seguente equazione:

$$W_t = \psi_t (v_l(l_t) / u_c(C_t)).$$

Come si può vedere i due termini ψ_t, ξ_t compaiono rispettivamente nella seconda e nella prima equazione. Essi giocano un ruolo centrale nell'evento. ψ rappresenta lo shock che condiziona le scelte di valutazione tra l'utilità marginale del consumo rispetto alla disutilità marginale del lavoro. ξ condiziona il costo del consumo "oggi" rispetto al consumo "domani", pertanto influenza gli individui nella scelta di consumare o risparmiare. È importante sottolineare che se $\psi < 0$ allora le persone preferiranno aumentare la quantità di tempo da dedicare al lavoro, se $\xi < 0$ gli individui preferiranno il consumo futuro a quello presente. Le assunzioni del modello sono simili a quelle elencate per le precedenti analisi, in particolare di nuovo abbiamo che tutto l'output prodotto viene consumato, le imprese si impegnano a produrre ciò che è domandato, il tasso di interesse nominale non può andare sotto zero e che l'orizzonte temporale viene tagliato in (S) e (L), dove (S) è lo *short-run*, definibile come quel periodo in cui gli shock si presentano, mentre (L) è il *long-run*, inteso come quel momento in cui gli shock sono di nuovo nulli e tutte le variabili economiche sono tornate al livello dello *steady state*. In aggiunta a queste ipotesi assumiamo $\phi_\pi > 1$. Esso è un parametro che ritroveremo nella fase d'implementazione di politiche monetarie che le banche centrali cercano di effettuare per riportare i valori delle variabili al livello dello *steady state*, e che compare nella seguente regola di politica monetaria:

$$i_t = \max(0, r + \phi_\pi \pi_t) .$$

Pertanto, d'ora in poi, faremo riferimento a questa è la regola quando affermeremo che la banca centrale cerca di aggiustare il tasso di interesse nominale per controbilanciare gli shock.

Detto questo possiamo cercare di capire cosa succede quando gli individui in un'economia decidono contemporaneamente di lavorare di più. Prenderemo in considerazione tre casi diversi, e vedremo come un aumento di volontà lavorativa abbia risultati di magnitudine e segno completamente diversi. In ordine analizzeremo:

- 1) un equilibrio parziale con tassi di interesse positivi
- 2) un equilibrio generale con tassi di interesse positivi
- 3) un equilibrio generale con tassi di interesse negativi.

Dunque partiamo dal primo caso per poi muoverci al secondo, ovvero incominciamo con circostanze definibili "normali".

Supponiamo uno shock, del tipo $\varphi_S < 0$, che in (S) porta le persone a voler lavorare maggiormente. Questo shock ha probabilità di dissolversi pari a μ in ogni periodo, ossia di tornare al suo valore zero di *steady state*. L'offerta di lavoro di un individuo in questo caso sarà data da:

$$l_S^{\text{Supply}} = \omega^{-1}W_S + \omega^{-1}\underline{\sigma^{-1}C_S} - \omega^{-1}\psi_S.$$

Essa in uno spazio salario reale–quantità di lavoro (l_S, W_S) traccia una curva inclinata positivamente. Logicamente, tralasciando volontariamente un qualsiasi punto di "sazietà lavorativa", all'aumentare del salario reale, ogni *household* vuole lavorare maggiormente. Inoltre, soffermandoci ora su una lettura di equilibrio parziale, se manteniamo costante il valore marginale di consumo addizionale e il salario reale, è evidente come un aumento della volontà di lavorare nell'economia faccia muovere in avanti la curva di offerta di lavoro, così facendo aumentare la quantità di lavoro esattamente dell'ammontare di aumento dell'offerta di lavoro. Nel grafico n. 7¹⁰ questo processo viene identificato nel passaggio dal punto "A" al punto "B".

¹⁰ Figura 1 in "The paradox of Toil" (2010), Eggertsson.

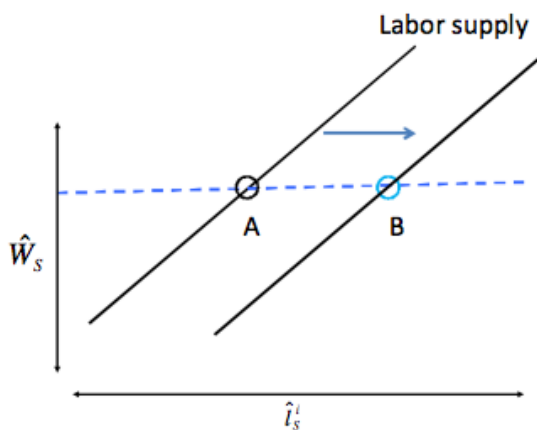


Grafico n. 7

Se passiamo però ad un'analisi di equilibrio generale notiamo come il risultato risulti smorzato, ed essenzialmente tutto è dovuto al fatto che ora le altre variabili non sono più mantenute costanti ma si muovono di conseguenza. Infatti un aumento delle ore lavorate porterà ad un aumento del consumo (modello di consumo dove $Y = C$) che ridurrà l'utilità marginale dell'*income*, così rendendo il lavoratore meno invogliato ad aumentare la sua offerta di lavoro ad ogni aumento di salario. Dunque come nel primo caso all'aumentare del salario egli aumenterà l'offerta di lavoro, ma non più secondo un rapporto uno a uno. Di conseguenza avremo una curva d'offerta di lavoro maggiormente inclinata. Per individuare il nuovo punto di equilibrio, e metterlo a confronto con quello parziale, però serve derivare anche la domanda di lavoro. Essa ha la seguente forma:

$$I_S^{\text{Demand}} = -\sigma\delta\mu^{-1} \left[\frac{(\phi+\mu-1)}{(1-\beta(1-\mu))} \right] W_S.$$

Assumendo $Y_S = I_S$ tale curva è derivabile dall'unione della *consumption Euler equation* e la *pricing equation* seguita dalle imprese in (S), le quali sono rispettivamente:

$$Y_S = (1 - \mu)Y_S - \sigma (\phi\pi + \mu - 1)\pi_S$$

$$\pi_S = \delta W_S + \beta(1 - \mu)\pi_S.$$

Dai segni dell'equazione della domanda di lavoro risulta evidente come in uno spazio (l_s, W_s) essa disegni una curva inclinata negativamente. Difatti non appena il salario aumenta le imprese domanderanno meno lavoro. Un tale aumento incrementa direttamente il costo marginale nel produrre un'unità addizionale di beni/servizi, pertanto condurrà le imprese a rivisitare i loro prezzi al rialzo, creando pressioni inflazionistiche sull'economia. Di conseguenza la banca centrale, ricordando la regola di politica monetaria prima mostrata, aumenterà il tasso di interesse nominale con un rapporto maggiore del *one-to-one* secondo le nostre assunzioni ($\phi_\pi > 1$).

Tale intervento aumenta il tasso di interesse reale, o meglio il costo di consumare nel presente rispetto al futuro, così inducendo le persone a consumare di meno oggi. Il consumare di meno oggi implica una minore domanda di beni, e secondo l'assunzione che le imprese si impegnano a vendere ad un determinato prezzo tutte le quantità richieste, ciò comporta una riduzione della necessità forza lavoro per le imprese. Dunque il nuovo equilibrio in tal caso può essere rappresentato attraverso il grafico n. 8¹¹:

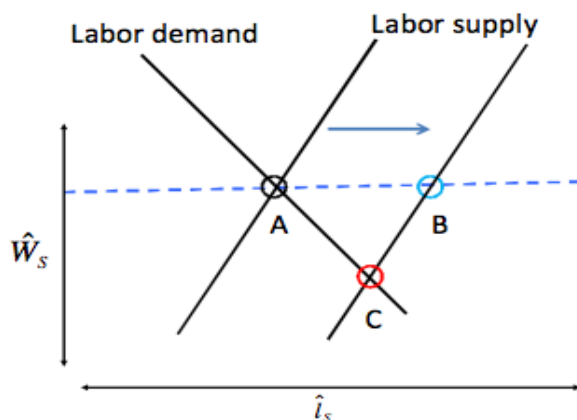


Grafico n. 8

Tale effetto di "smorzatura" che si ottiene dal passaggio da un'ottica di equilibrio parziale ad un ottica di equilibrio generale pertanto già mostra l'impossibilità di trasferire al 100% un aumento dell'offerta di lavoro alla quantità effettiva di lavoro finale. Sarà ora interessante analizzare il terzo caso e vedere come, nuovamente, i risultati non siano gli stessi.

Nel caso 3) affrontiamo quello che Eggertsson chiama "*the peculiar world of the zero bound*", ossia ritorniamo nuovamente nel territorio descritto nei precedenti paragrafi:

¹¹ Figura 2 in "*The paradox of toil*", Eggertsson.

un'economia caratterizzata da tassi di interesse pari a zero, da un output in declino e prezzi in continuo calo. Questo ambiente recessivo è l'ideale per il *paradox of toil*. Rimanendo sull'impostazione fatta all'inizio del paragrafo è possibile interpretare la negatività dei tassi d'interesse reali, ossia lo shock " $r^*_S = r_{SS} + \xi_t - E_t \xi_{t+1} < 0$ ", come la fine di un processo di pressioni deflazionistiche e riduzione del tasso di interesse reale causate da un forte shock del tipo $\xi < 0$ il quale, per la definizione proposta di *short-run*, rimarrà negativo in (S) e che ha probabilità μ di svanire in ogni periodo. Dopo aver ridisegnato le proprietà dell'economia in questione possiamo ritornare all'analisi di offerta e domanda di lavoro. La prima è identica a quella mostrata nella pagina precedente, ma la seconda cambia radicalmente, e si altera poiché la *consumption Euler equation* di partenza da cui la deriviamo è diversa rispetto alla precedente.

$$Y_S = (1 - \mu)Y_S - \sigma (\phi_\pi + \mu - 1)\pi_S \rightarrow Y_S = (1 - \mu)Y_S - \sigma (1 - \mu)\pi_S + \sigma \underline{r^*_S}$$

La differenza principale risiede nella pendenza della AD e nel termine volutamente sottolineato. Esso è lo shock di cui abbiamo parlato in precedenza ed ora è presente nell'equazione. Perché prima era assente ed ora è sotto i nostri occhi? Semplicemente perché la banca centrale in un'economia con tassi di interesse pari a zero non può in alcun modo reagire attraverso il "canale" tassi di interesse nominali. Le principali differenze sono pertanto la comparsa del termine r^*_S e l'inevitabile scomparsa del termine $\phi_\pi \pi$. Combinando pertanto l'equazione appena mostrata nuovamente con la *pricing equation* delle imprese, sempre assumendo che $Y_S = I_S$, otteniamo la vera novità di quest'analisi:

$$I_S^{\text{Demand}} = \left[\sigma(1-\mu)\delta\mu^{-1}/(1-\beta(1-\mu)) \right] W_S + (\sigma/\mu)r^*_S.$$

Essa in uno spazio (I,W) traccia un insieme di possibili rette a seconda del valore che viene assegnato a μ . Si va da un valore massimo di $\mu = 1$, ossia c'è una probabilità del 100% che lo shock negativo rientri in un unico periodo, ad un valore minimo di $\mu \approx 0$ dove praticamente c'è la certezza che lo shock non svanirà nel periodo

successivo, ovvero è probabile che lo shock avrà una lunga permanenza. Nel primo caso algebricamente otterremo il seguente risultato:

$$l_S^{\text{Demand}} = \sigma r^* s .$$

Pertanto l e W risulterebbero completamente non correlati, e la domanda di lavoro sarebbe completamente data per qualsiasi valore di salario, ossia graficamente avremo una curva totalmente verticale. Come si può vedere nel grafico n. 9¹² avremo che il livello dei salari sarà completamente determinato dalla domanda di lavoro e di conseguenza equivarrà al livello corrispondente al punto di intersezione tra le due curve. Dunque ci troveremo in un'economia dove il livello di occupazione sarebbe completamente *demand-determined*.

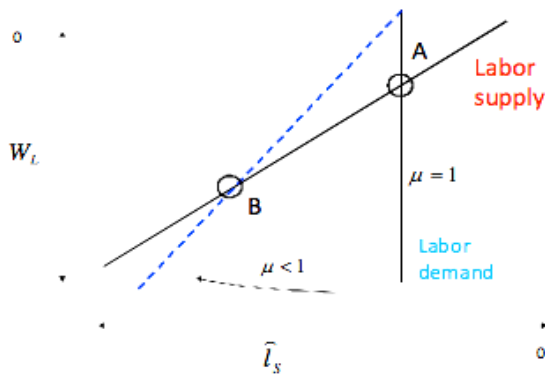


Grafico n. 9

Prendiamo ora invece in esame il caso in cui $\mu < 1$, ossia che ci si aspetta che lo shock duri per più di un unico periodo. Quando μ assume qualsiasi valore tra zero e l'unità la curva incomincia a mostrare una dipendenza tra l_S e W_S : una relazione positiva. A questo punto prendendo un valore forfettariamente compreso in quell'intervallo avremo l'equilibrio nel punto B del grafico. La ragione essenzialmente risiede nell'incremento delle aspettative di inflazione, ossia l'aumento di valore del termine $(1-\mu)\pi_S$, che aumentano l'output richiesto, come si può vedere dalla *consumption Euler equation*, dato che un suo aumento causa una riduzione del tasso di interesse reale così rendendo il consumo oggi meno costoso rispetto al consumo "domani". Inoltre è presente anche una relazione uno ad uno tra l'inflazione e i salari come si può vedere dalla *pricing equation* delle imprese, cosa che prima non era ravvisabile. La motivazione risiede nuovamente nel fatto che l'economia che prendiamo ora in considerazione è un'economia in recessione inserita in una spirale

¹² Figura 3 in "The paradox of toil", Eggertsson

deflazionistica. Fatte queste considerazioni diventa evidente il motivo. Il tasso di interesse reale deve essere abbassato ed esistono due modi diretti per farlo: aumentare l'inflazione o ridurre i tassi di interesse nominali. Quest'ultimo canale non è percorribile per la banca centrale dato che la *monetary policy rule* che abbiamo assunto in precedenza non lo permette. Il secondo modo è pertanto l'unico percorribile. Non appena la banca centrale nota delle pressioni inflazionistiche non è minimamente interessata nell'aumentare i tassi di interesse per smorzare tali pressioni poiché il livello di inflazione è sotto il target e dunque la banca centrale è ben lieta di accogliere l'inflazione, o meglio meno deflazione.

Dunque uno shock nelle preferenze attraverso il parametro ψ sposta come le altre volte l'offerta di lavoro in avanti, ma come possiamo vedere nel grafico n. 10¹³ il risultato è quantomeno contro intuitivo:

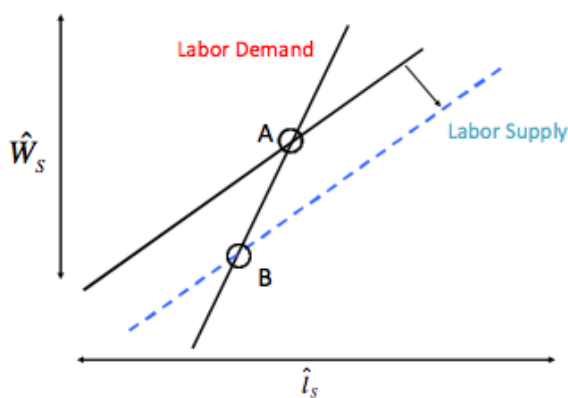


Grafico n. 10

In realtà una logica c'è ed è ben robusta, ed è la seguente: l'aumento dell'offerta di lavoro diminuisce il valore dei salari, in tal modo i lavoratori godranno di un *income* minore da utilizzare per i propri consumi, i quali appunto cadranno. Le pressioni deflazionistiche che si vengono a creare aumentano il tasso di interesse reale. Tale aumento non può essere controbilanciato da una politica monetaria espansiva tagliando i tassi di interesse, dato che essi sono già a quota zero, e di conseguenza un minor numero di beni e servizi sarà domandato. Questa riduzione porterà le imprese a assumere sempre meno lavoratori dato che esse, come in ipotesi, si impegnano a vendere esattamente la quantità di beni/servizi domandati.

¹³ Figura 4 in "The paradox of toil", Eggertsson.

a tassi di interesse positivi ha pendenza negativa, mentre a tassi di interesse pari a zero ha pendenza positiva.

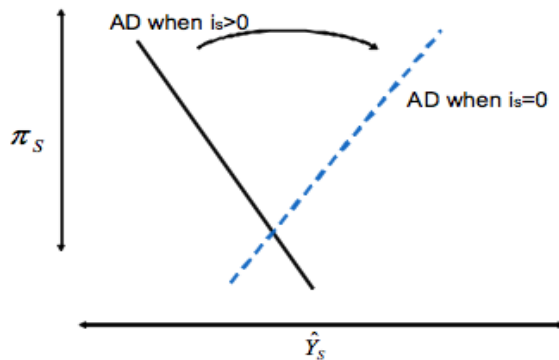


Grafico n. 11

La ragione è che, come diminuisce l'inflazione, la banca centrale taglierà il tasso di interesse nominale più di 1 a 1 con l'inflazione (cioè, $\phi\pi > 1$, che è il principio di Taylor assunto). Allo stesso modo, se aumenta l'inflazione, la banca centrale aumenta il tasso di interesse nominale più di 1 a 1 rispetto all'inflazione, provocando così una contrazione della produzione, con un aumento dell'inflazione. Di conseguenza, il tasso di interesse reale diminuisce con pressioni deflazionistiche e output in espansione, in quanto qualsiasi riduzione dell'inflazione incontrerà una più che proporzionale variazione del tasso di interesse nominale.

Questo, tuttavia, non è più il caso di tassi di interesse pari a zero, perché i tassi di interesse non possono più essere tagliati. Questo significa che la banca centrale non sarà più in grado di compensare le pressioni deflazionistiche con tagli aggressivi dei tassi. La ragione è che l'inflazione più bassa ora comporta un tasso reale più alto. Allo stesso modo, un aumento dell'inflazione è ora espansivo perché esso non sarà più compensato da un incremento del tasso di interesse nominale, di conseguenza, una maggiore inflazione implica bassi tassi di interesse reali e così una domanda più elevata.

3.1.5 - Implicazioni del *paradox of toil*

Sulla base di questa attenta indagine sulle caratteristiche di tali paradossi, e dell'economia nel suo complesso, sarà ora più facile prendere in esame le varie scelte di politica economica, e giungere a delle conclusioni di cui, come minimo, bisogna tener conto durante una gestione macroeconomica di un'economia che è intrappolata in uno stato recessivo e caratterizzata dalle assunzioni e variabili elencate in precedenza. Già ci siamo soffermati su interventi di tipo monetario, già ci siamo soffermati su interventi di tipo monetario, è stato già affermato che l'inflazione attesa è la soluzione "naturale" ad un tale *shock*; infatti attraverso π^e l'economia può sostenere tassi di interessi reali negativi anche quando i tassi di interessi nominali sono bloccati a quota zero. Inoltre sono stati anche presentati al riguardo vari esempi di politica monetaria non tradizionale da poter utilizzare e che sono già stati implementati in passato. Lo scopo di questo paragrafo, come affermato nella sua introduzione, è quello di porre l'accento su come interventi di politica fiscale possano avere una maggiore efficacia rispetto a quelli di tipo monetario, in economie dove i tassi di interesse sono già a quota zero e dove scompare la figura del *borrower*. Da quando decidiamo di interpretare il fenomeno di trappola di liquidità come un evento scatenatosi a causa di un forte *deleveraging shock*, sappiamo già che da quel momento in poi ci troveremo ad analizzare un'economia "anormale"; ma è proprio questa anormalità che ci consentirà di consacrare la maggiore efficacia della politica fiscale in un tale quadro.

D'ora in avanti pertanto analizzerò principalmente politiche fiscali, nel far ciò riprenderò le conclusioni analitiche, grafiche e logiche strutturate nelle ultime pagine. Mostrerò vari esempi di politica espansiva e farò vedere come in realtà non tutte le politiche fiscali siano effettivamente espansive. Gli interventi che prenderemo in considerazione sono:

- 1) *Temporary labor tax cut*
- 2) *Temporary capital tax cut*
- 3) *Temporary sales tax cut*
- 4) *Temporary Government spending*

Nel primo intervento, il *labor tax cut*, come una riduzione dell'aliquota d'imposta marginale, aumenterebbe il *wage income* del lavoratore. Essenzialmente è equivalente allo shock ψ presentato nel modello del paragrafo x e pertanto inducendo le persone a voler lavorare maggiormente, e, a questo punto, dovrebbe risultare chiaro che un tale intervento azionerebbe il lungo processo già esaminato, il quale dunque condurrebbe l'economia all'interno della spirale recessiva in precedenza analizzata. Non solo un tale intervento ha un risultato contrario alle aspettative, ma ogni politica economica che possa entrare nel modello come uno shock negativo del parametro ψ . Difatti anche la riduzione del valore attribuibile al parametro θ , che, come già detto, rappresenta il grado di sostituibilità dei prodotti e quindi, di riflesso, comporterebbe la diminuzione del potere di mercato delle imprese, o in generale qualsiasi tentativo di traslare il mercato sempre di più verso un concetto di concorrenza perfetta, o di mercati del lavoro perfettamente flessibili (*paradox of flexibility*) e quindi, in generale, interventi intenti ad eliminare qualsiasi tipo di frizione all'interno dell'economia, contribuirebbero ad ampliare il contesto recessivo, poiché, a quel punto, un aumento dell'offerta di lavoro nell'attivare le pressioni deflazionistiche incontrerebbe vari ostacoli, mentre, nel caso antitetico, avrebbe la strada completamente libera e senza intralci. Un modo di interpretare questi risultati nell'ottica dei grafici prima analizzati è quello di pensare alla *labor demand curve* maggiormente piatta. In effetti una flessibilità perfetta dei prezzi e dei salari a livello aggregato porterebbe le persone ad aspettarsi che il livello dei prezzi in futuro cadrà maggiormente e anche più velocemente, così appesantendo ancor di più le aspettative di deflazione all'interno dell'economia. Le aspettative di una più profonda e lunga evoluzione del fenomeno si accosta dunque ad una probabilità attesa sempre minore di dissolvimento dello shock, ossia una riduzione del valore assegnabile a μ , il quale, per l'appunto, si rivela in una minore inclinazione, positiva, della curva della domanda di lavoro. Pertanto nell'economia in questione politiche che aumentano la flessibilità del mercato del lavoro o politiche/eventi che riducono i costi marginali della produzione, come anche la riduzione del costo del petrolio, risultano non solo inefficaci ma addirittura controproducenti.

Il secondo intervento è una riduzione delle imposte sul capitale, cioè la diminuzione dell'aliquota di imposta sulla ricchezza finanziaria detenuta dalle famiglie. Consideriamo, a tassi di interesse positivi, un taglio delle tasse nel periodo t. Un taglio di questa tassa ridurrà la domanda, secondo l'equazione di AD, dal momento

che risparmiare oggi è ora più attraente rispetto a prima e pertanto le famiglie saranno portate a risparmiare, invece di consumare. Questo significa che la curva AD si sposta all'indietro, portando ad una contrazione della produzione e un calo del livello dei prezzi. Il risultato, come si può vedere nel grafico n. 12¹⁵, è ancora più evidente a tassi di interesse pari a zero, infatti la banca centrale a tassi di interesse maggiori di zero può smorzare queste pressioni recessive attraverso un riduzione dei tassi di interesse nominali, mentre quest'ultimo non è attuabili a tassi di interesse nominale pari a zero.

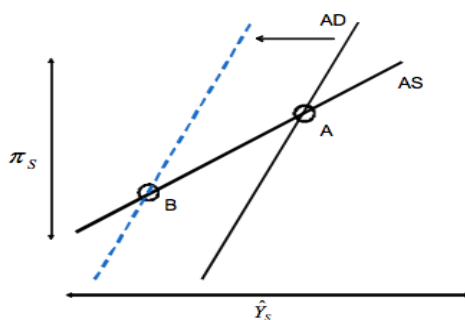


Grafico n. 12

Il risultato pertanto è quello osservabile nella figura n. 12.

In poche parole una riduzione delle tasse sul capitale condurrebbe l'economia all'interno del *paradox of thrift* esaminato in precedenza.

Gli altri due casi, a differenza dei primi due, portano realmente ai risultati sperati. Un governo che per controbilanciare gli effetti negativi di una shock decidesse di seguire una politica fiscale temporanea espansiva, seguirebbe una *policy rule* del seguente tipo:

$$G_t^N = G_s^N > 0 \text{ se } 0 < t < T^e$$

$$G_t^N = G_s^N > 0 \text{ se } t \geq T^e$$

Pertanto in risposta ad uno shock il governo annuncia un aumento credibile di $(G_t^N)^{16}$, sposta in avanti la curva della domanda dato che consiste in un aumento

¹⁵ Figura 8 in "What fiscal policy is effective at zero interest rates?", Eggertsson.

¹⁶ Prendiamo in considerazione solamente G_t^N e non G_t^S , ossia la spesa su beni/servizi accessibili anche al settore privato, poiché un intervento espansivo di quest'ultimo tipo

diretto della spesa, così trasportando l'economia in un nuovo equilibrio che presenta un output ed un livello dei prezzi più elevati. In aggiunta c'è anche un effetto supplementare causato dalla spesa del governo, infatti essa sposta in avanti anche l'offerta aggregata. Difatti la spesa pubblica togliendo risorse dai consumi privati, porta la gente a voler lavorare di più per compensare il consumo perduto, spostando in avanti l'offerta di lavoro e conducendo ad una riduzione dei salari reali. In tal modo l'economia subisce stimoli espansivi non solo dal lato della domanda ma anche da lato dell'offerta raggiungendo un nuovo punto di equilibrio maggiormente elevato.

La terza categoria, ossia *il sales tax cut*, è una riduzione temporanea effettuata sulle aliquote delle imposte per la vendita di beni e servizi, ed è uno degli esempi di "sana" espansione dell'output effettuabile tramite una riduzione delle tasse. Il risultato è esattamente uguale a quello appena descritto per l'aumento della spesa pubblica, pur quest'ultimo avendo una magnitudine comunque maggiore¹⁷.

Infatti un taglio temporaneo delle imposte di vendita non solo stimola il lato della spesa, rendendo il consumo di oggi rispetto a quello di domani più economico, ma anche stimola l'offerta di lavoro. Perché? La gente ora è spinta a lavorare di più, dato che la loro utilità marginale del reddito risulta più elevata. Data la forte similarità qualitativa, seppur non quantitativa, degli effetti che portano sull'economia il grafico n. 13¹⁸ può in qualche modo riassumere entrambi gli interventi proposti:

equivarrebbe a spostare una parte del consumo dal settore privato a quello pubblico, non comportando così alcun cambiamento a livello di output e prezzi

¹⁷ Eggertsson nel suo modello spiega questa differenza di magnitudine a livello analitico mostrando come la spesa pubblica compaia "pura" nelle due curve, mentre le imposte siano "sporcate" da un coefficiente con un valore compreso tra zero e l'unità.

¹⁸ Figura 7 in "*What fiscal policy is effective at zero interest rates?*", Eggertsson.

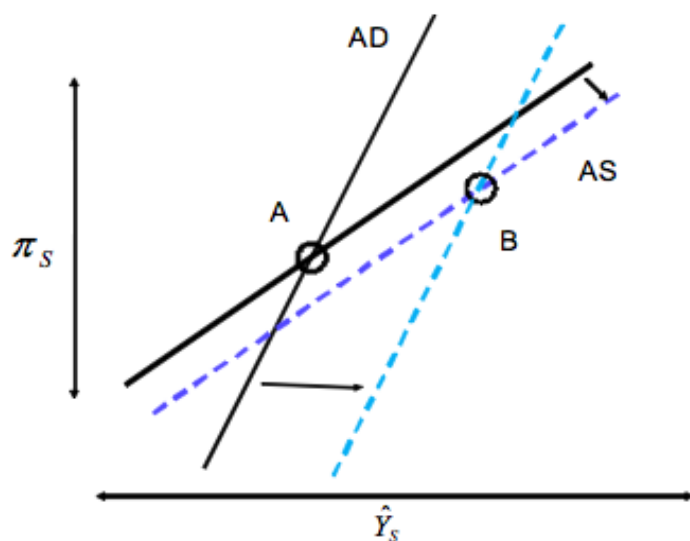


Grafico n. 13

3.1.6 - Prime conclusioni

Alla fine di questi paragrafi possiamo già buttare giù qualche conclusione e stilare una classifica di efficacia delle politiche espansive implementabili in un'economia con tassi di interesse pari a zero. Ormai sono chiare le difficoltà che si incontrano nel voler implementare politiche monetarie espansive, è chiaro come i contesti descritti siano più adatti per interventi dal lato fiscale, nel quale a sua volta un aumento della spesa pubblica sembra essere il più adatto a ricoprire il primo posto in classifica, subito seguito da un taglio delle tasse indirizzato a fornire stimoli alla domanda aggregata, mentre l'ultimo posto è da assegnare alle politiche che cercano di stimolare il lato dell'offerta, come ad esempio una riduzione delle aliquote delle imposte sul lavoro o politiche rivolte alla riduzione dei costi marginali affrontati dalle imprese. Specialmente queste ultime sono il risultato più sorprendente dato che esse sono politiche che ogni buon economista dovrebbe desiderare in un'economia con tassi di interesse positivi, ma, avvenuto il passaggio da quello che l'economista Richard Koo chiama *Yang World* allo *Yin World* esse non sono più efficaci, anzi sono addirittura controproducenti.

La figura n. 14¹⁹ può essere utile nell'effettuare il confronto appena descritto:

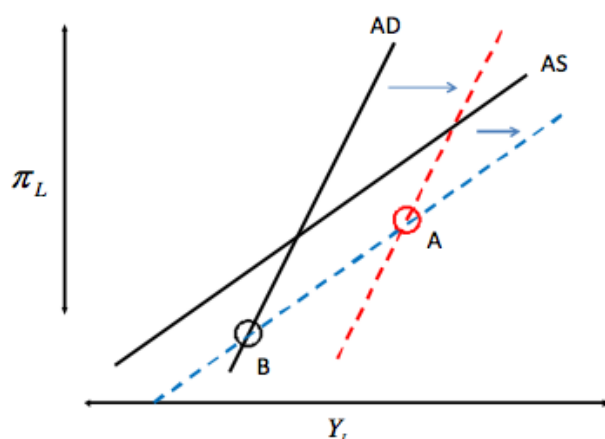


Grafico n. 14

Essa riassume e racchiude dentro di sé la maggior parte delle conclusioni e intuizioni a cui siamo ora giunti, e rende ancor di più evidente come l'obiettivo principale di una politica, nell'intento di controbilanciare gli effetti negativi di uno shock a tassi di interesse pari a zero, non dovrebbe essere quello di aumentare l'offerta aggregata attraverso incentivi di ogni natura, bensì dovrebbe essere quello di aumentare la domanda aggregata, ossia il livello generale di spesa nell'economia. A tali conclusioni siamo giunti attraverso un'analisi condotta sotto un'ottica squisitamente Neo-Keynesiana. Nei prossimi paragrafi la mia intenzione è irrobustire tali affermazioni seguendo anche altre letture che in qualche modo nascono in "luoghi" molti lontani tra loro sia geograficamente sia da un punto di vista temporale.

3.2 - Una voce (non tanto più) fuori dal coro: *Koo's interpretation*

Un altro economista che ha dato grande attenzione al ruolo del debito nell'economia, innalzandolo a fattore principale delle più grandi crisi economiche degli'ultimi 100 anni, è senza alcun dubbio Richard Koo.

Conoscere il suo pensiero permette di concepire nuove intuizioni a livello macro e microeconomico, e aiuta a capire come possano darsi risposte affermative a

¹⁹ Figura 3 in "A Bayesian Approach to Estimating Tax and Spending Multipliers", Matthew Denes e Gauti Eggertsson.

domande tuttavia apparentemente contraddittorie. Ad esempio dopo un'attenta lettura delle sue ricerche può diventar logico affermare che sia possibile curare un problema nato dall'eccessivo indebitamento privato tramite l'accumulazione di ulteriore debito (pubblico). Inoltre Koo pone le basi per una visione più ampia degli eventi economici "catastrofe" avvenuti dal 1900 ad oggi, attraverso il riconoscimento di punti di contatto tra gli stessi. In tal modo consente un'interpretazione di più ampio respiro, spiegando così come alcuni fenomeni macroeconomici ben precisi, ad esempio la Grande Depressione, la Grande Recessione o l'attuale crisi "mondiale", pur essendo nati in luoghi e in tempi che hanno ben poco a che fare, in realtà hanno molto in comune.

Come affermato in precedenza, e come spiegherò nel dettaglio nei prossimi paragrafi, egli attraverso i concetti di "bolla" di mercato, di indebitamento e di riduzione della leva finanziaria (*deleverage*), riesce a mettere in piedi un'interpretazione "quasi-universale" per tali tipi di contesti economici.

3.2.1 – Balance Sheet Recession: the "macro" holy grail ?

Richard Koo, sia nei suoi libri sia nei suoi numerosi discorsi e interventi²⁰ ha più volte voluto

sottolineare come molti e importanti economisti, dagli stessi Krugman e Eggertsson²¹ a Ben

Bernanke, siano caduti in errore nell'analizzare la Grande Recessione. Essi per la maggior parte del tempo hanno considerato la BoJ il principale indiziato per la non risoluzione del caso giapponese, dato che, secondo il loro parere, essa sarebbe stata colpevole di una passiva gestione del problema, effettuando operazioni troppo poco decise per una forte e veloce ripresa. Inoltre si sofferma anche su come i vari sostenitori dello slogan "*no recovery without structural reform*"²² fossero di gran lunga fuori strada. Perché? Il motivo per Koo è semplice: il sistema bancario e il sistema

²⁰ Mi riferisco principalmente al una conferenza tenutasi nel 2011 presso la banca centrale argentina e l'intervento all' INET nell'aprile del 2013.

²¹ Anche se ad oggi sembra esserci un'inversione di marcia da parte di questi due autori, e gli ultimi loro *papers* pubblicati ne sono un prova lampante.

²² Citazione tratta da "*The Holy Grail of Macroeconomis*" pag. 3.

paese non richiedevano tali interventi. Per il *Chief Economist* del *Nomura Research Institute* un'economia che ha problemi strutturali è un paese che incontra vari problemi come l'alta inflazione, un alto *trade deficit*, ripetuti scioperi, un moneta debole, il tutto così conducendo a tassi di interesse elevati. Quantomeno tra il 1990 e il 2005, nulla di simile si è potuto osservare in Giappone, nel quale essenzialmente si poteva compiere la seguente rilevazione²³:

- tassi di interesse di breve termine intorno allo 0%
- tassi di interesse di lungo periodo di circa 1,5%
- tassi di interesse per mutuo in un basso *range* del 3-4%
- nessun sciopero registrato
- inflazione non alta, non bassa, ma negativa, ossia deflazione
- il surplus di bilancia di pagamenti più grande al mondo
- adeguata offerta ma non sufficiente domanda

Sui "primi" sei punti c'è poco da dire. È più che palese che dati del genere non possano sposarsi con una tesi che si basa su eventuali problemi strutturali del paese. Sull'ultimo punto però c'è molto da dire, e, in effetti, è proprio lo scopo di questo paragrafo spiegare i fondamenti della Grande Recessione, alla luce della ricerca condotta da Koo, e mettere in evidenza come le ragioni alla base del caso giapponese e dell'attuale crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti nel 2007-2008, derivino proprio da questo ultimo punto. Molti oltre ad accusare la BoJ di un molle intervento, hanno anche segnalato le banche commerciali come il vero collo di bottiglia, ossia il grande impedimento per una reale ripartenza dell'economia in Giappone. Ci sono vari motivi per credere che non fossero le banche ad avere problemi di liquidità, ossia un problema dal lato dell'offerta, ma che ad averli fossero le imprese e le famiglie, ossia un problema dal lato della domanda. Primo, se un'impresa è in cerca di liquidità, lo strumento che più si avvicina ad un prestito bancario è il rilascio di debito sul mercato dei *corporate-bonds*. Secondo, se la maggior parte delle banche commerciali nazionali non sono disposte a fornire prestiti, generalmente si osserva un aumento di crediti rilasciati da parte di banche estere. Terzo, in una situazione in cui ci sono pochi *willing lenders* e molti *willing borrowers*, questi ultimi, cercando di contendersi un'offerta alquanto limitata,

²³ Fonte NRI

avrebbero dovuto causare un'impennata dei tassi di interesse. Nessuna delle tre elencate situazioni si è manifestata, anzi è avvenuto esattamente il contrario.

La spiegazione pertanto deve essere in qualche modo difforme da quella proposta più volte da molti economisti, e Koo con solo tre parole cerca di dare una sua personale decifrazione dei fatti: *Balance Sheet Recession*. Egli ritiene che molte delle recessioni verificatesi fino ad ora siano figlie di tale circostanza e che la "Japan's Great Recession" ne sia il più grande esempio. Tale fenomeno a sua volta si basa su due eventi ben precisi: la nascita, crescita, scoppio di una bolla e la diminuzione forzata della leva finanziaria (*deleveraging*).

Il Giappone per circa dodici-quindici anni ha vissuto esattamente questa situazione, dove le sue imprese sono diventate e rimaste protagoniste di un'incessante diminuzione dei loro indici di indebitamento. Il grafico n 15 però dovrebbe far confondere almeno per un attimo le idee e la seguente domanda alla sua vista dovrebbe sorgere spontanea: perché il "sistema aziendale" nel suo complesso dovrebbe cercare ininterrottamente di pagare parte del suo debito, per diminuire la sua quota residua, in un paese dove i tassi di interesse "strisciano sul corridoio", il che equivale a dire nuovi crediti a costo "zero"?²⁴

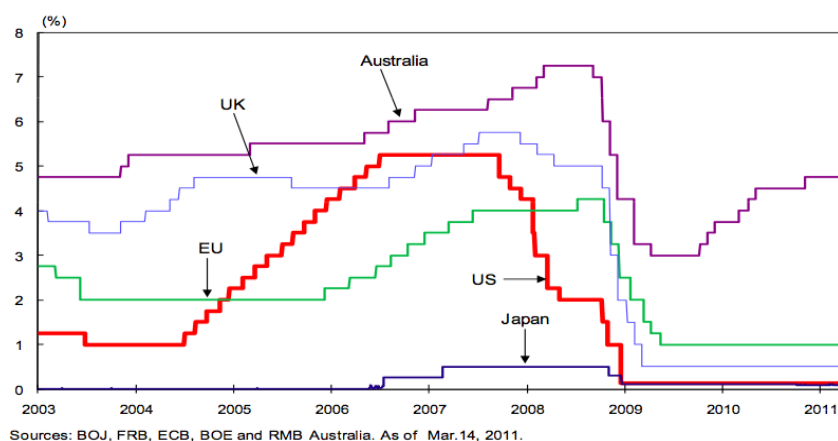


Grafico n 15

La motivazione non è univoca, e la spiegazione richiede anche una piccola digressione storica degli eventi precedenti al 1990 ed un'analisi delle elementi distintivi del Giappone di quel periodo. L'economia giapponese durante gli anni settanta-ottanta è stata, come più volte rileva lo stesso Koo, l'invidia di tutto il mondo

²⁴ La stessa domanda come è evidente si potrebbe porre pure riferendosi al *deleveraging* in atto negli US o Europa dagli anni 2007-2008, ma ora mi sto essenzialmente concentrando sul caso giapponese

ed è stata protagonista di una forte crescita spesso supportata da altissimi livelli di indebitamento. Questi ultimi infatti in quel periodo hanno raggiunto un livello pari ad anche cinque, sei volte i *leverage ratios* delle imprese statunitensi. D'altronde nessuno, anche se pur titubante, vuole essere mai il primo a smettere di godere di un'economia che si sviluppa ad un tasso di crescita esponenziale, con i prezzi degli *assets* che subiscono giorno dopo giorno nuove impennate.

Pochi, trovandosi dentro in prima persona²⁵, si preoccuperebbero più di tanto del livello di indebitamento se esso volta per volta si trasforma in più alti indici di ritorno sull'*equity* (ROE). Pertanto il settore privato smette di considerare i *discounted cash flows*, generabili dall'*assets* in questione, come principale fattore di decisione per un eventuale investimento, e poggiano tutte le loro previsioni sulla continua e rapida crescita e sulle ali dell'entusiasmo. Il problema però è che queste previsioni essenzialmente si poggiavano su una bolla. Il lungo processo di *deleveraging* prima accennato iniziò proprio quando questa bolla, come era inevitabile, scoppiò. Intorno alla cima della bolla i prezzi degli immobili erano ormai arrivati a livelli stellari, basti ricordare che alla fine degli anni ottanta il terreno situato intorno al palazzo imperiale di Tokyo aveva un valore stimato maggiore di quello dell'intero stato della California. Ora per rendere ancora più chiare le idee, senza considerare questi casi limite, proviamo a fare un esempio. Assumiamo il caso peggiore in assoluto: una grande impresa decide di ampliare i suoi investimenti, visto il forte trend positivo, e dunque acquista dei terreni, a sua insaputa, proprio al picco della bolla, grazie ad un finanziamento effettuato tramite capitale di debito, ipotizzando fino a quel momento uno stato patrimoniale in pareggio. Immaginiamo che li acquista ad un valore di mercato pari a 100.000.000€ e che la liquidità necessaria la ottenga tramite 30.000.000€ di capitale proprio e i restanti 70.000.000€ li ottenga tramite la richiesta di un'apertura di credito ad un banca. Dunque questa impresa avrà ancora uno stato patrimoniale che mostrerà una parità tra attivo e passivo, ma, durante la settimana successiva allo scoppio della bolla, la stessa società potrebbe trovarsi, e a tante è successo, con gli stessi terreni immobilizzati nell'attivo con un valore decisamente inferiore, che forfettariamente fissiamo a 40.000.000€, fronteggiando invece un passivo invariato. A questo punto l'impresa da che aveva una parità di attivo-passivo, ora si trova con uno stato patrimoniale "negativo", ossia possiede uno stato

²⁵ Sono pochi i professori e gli studenti di economia che davanti a dei tassi di crescita del genere non si farebbero venire dei dubbi al riguardo, ma come al solito tra il dire e il fare...

patrimoniale in cui le passività superano di 60.000.000€ le attività. Cosa accadrebbe? Senza entrare nei dettagli del diritto fallimentare, è comunque possibile affermare che esistano due scenari possibili. Uno scenario è il vero e proprio fallimento della società, la quale attraverso le sue attività non è più in grado di poter colmare il gap formatosi nel suo stato patrimoniale. Il secondo scenario invece è meno catastrofico, ma allo stesso tempo più interessante, dato che rappresenta esattamente il comportamento della maggior parte delle imprese giapponesi tra 1990 e il 2005. Anche se l'evento di uno scoppio di una bolla può avere effetti devastanti a livello di stato patrimoniale, ciò non implica che un'impresa non possa godere almeno a livello operativo di buoni indici di redditività. Per un'impresa che si trova in quest'ultimo contesto, ossia che ha la possibilità di godere di *cash flows* robusti, e della produzione di alti profitti annuali, quale sarebbe la scelta più giusta da prendere?

1) Fallire ? Non credo sia la risposta giusta, a meno che si abbia il coraggio di raccontare le cose come stanno ai creditori e ai fornitori, il che equivarrebbe a dire chiusura della società, e dire a tutti i dipendenti che dal giorno successivo non avranno più un lavoro. Oppure,

2) Nella massima discrezione e nel massimo silenzio utilizzare i profitti e i robusti *cash flows* per ripagare volta per volta parte del debito residuo fino al punto in cui il problema dello stato patrimoniale non sia risolto? Questa per lo meno credo sia la scelta più razionale, ed è infatti la scelta presa dalla stragrande maggioranza delle imprese giapponesi.

Quest'ultima scelta comporta però un vero e proprio cambio di attitudini e di obiettivi. Infatti, se prima ogni impresa vedeva il profitto come il suo obiettivo finale e lo "strumento" per poter continuare l'attività imprenditoriale, ora l'attenzione si è completamente spostata, il nuovo e unico scopo è quello di ridurre la quota di debito residuo il più velocemente e silenziosamente possibile. Detto con le parole di Koo, si passa da un'impostazione di "*profit maximization*" ad una di "*debt minimization*". Questo nuovo schema mentale distrugge anche il più piccolo barlume di possibilità che la singola politica monetaria possa avere alcun tipo di efficacia. Il motivo per cui essa è impotente, risiede nel fatto che la classica evoluzione di un intervento espansivo di politica monetaria viene spezzato sul nascere. Una "*quantitative easing*" dovrebbe far muovere gli aggregati monetari nella stessa direzione, ossia un'ignizione di liquidità all'interno del sistema bancario dovrebbe far muovere verso

l'alto la base monetaria, l'offerta di moneta e il livello di crediti estesi al settore privato. Solo grazie ad un loro movimento sincronico si può sperare nella buona riuscita dell'operazione. Se ciò non dovesse accadere, allora un'ignizione di liquidità non attiverebbe questo processo di stimolo alla ripresa economica, ma si trasformerebbe in un mero buco nell'acqua. I grafici n. 17, 18 e 19²⁶ mostrano, rispettivamente, come questo secondo scenario si sia realmente verificato in UK e US dal 2007-2008 in poi, e in Giappone dal 1997 in poi.

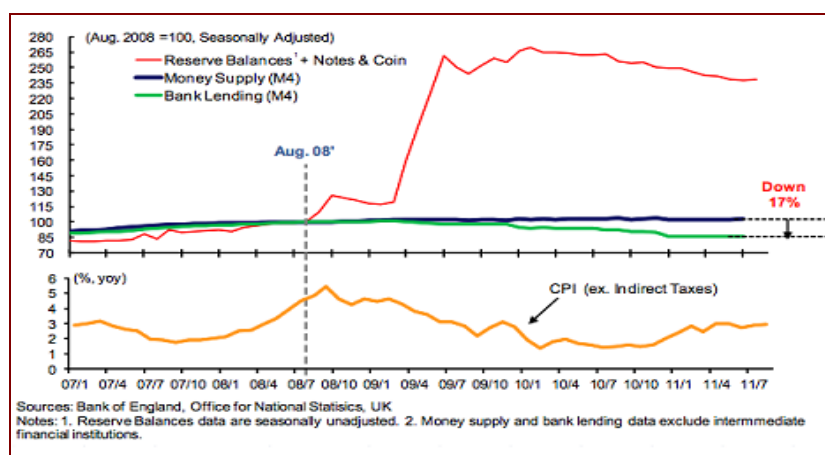


Grafico n. 17

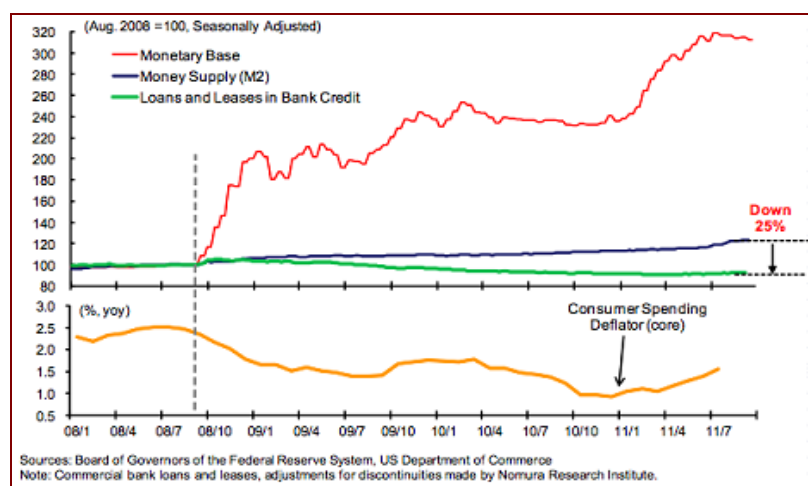


Grafico n. 18

²⁶ Tutti e tre i grafici mostrati sono tratti da "The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics" (2011), Richard Koo.

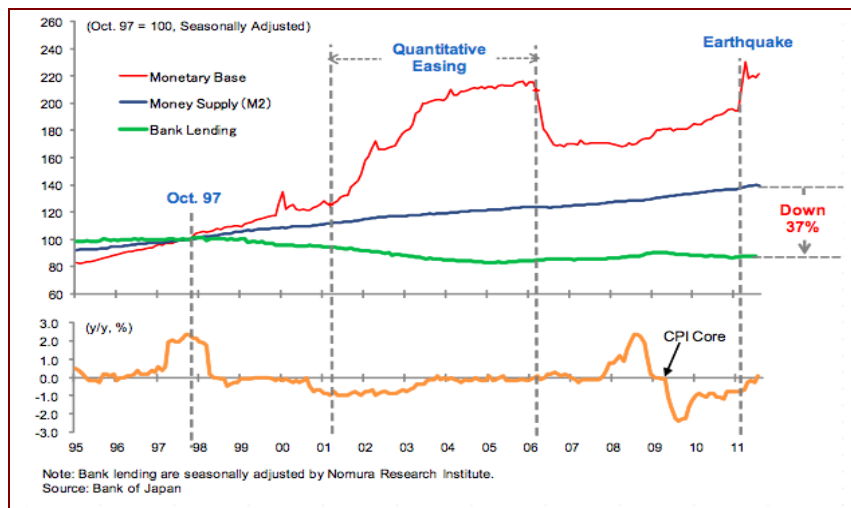


Grafico n. 19

Ogni grafico, seppur riferito ad un singolo paese, praticamente mostra due economie diverse. Fino al 2008 e 1997, rispettivamente gli US, UK e il Giappone erano delle economie nelle quali ancora vigevano le regole e le leggi di “cause-effetto” macroeconomiche che si possono imparare sui libri universitari, e infatti notiamo come i tre aggregati monetari si muovano all’unisono. Da quegli anni in poi i principi che sono alla base di tutte le teorie monetarie cessarono di esistere. Nei tre grafici mostrati, salta subito all’occhio come l’intervento monetario espansivo si sia rivelato totalmente inefficace, nonostante la base monetaria sia stata addirittura più che duplicata in tutte e tre i paesi, e come esso abbia “portato” ad un’economia caratterizzata da forti e continue pressioni deflazionistiche, che, come minimo, è l’ultimo degli effetti che può essere ritenuto logico sulla base di studi “Triennali”. In realtà una logica e una spiegazione sottostante esistono, ed sono proprio quei cambiamenti d’obiettivo di cui scrivevo una ventina di righe sopra. Nessuna impresa, ma neanche nessuna famiglia, sarebbe ora disposta a prendere nuovamente a prestito e aumentare il proprio livello di indebitamento, e non lo sarebbe, appunto, anche se quei soldi fossero praticamente a costo zero. Il grafico n. 20²⁷ mostra esattamente come questa avversione al debito fosse radicata a livello aggregato.

²⁷ Grafico estratto da *"The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics"* (2011), Richard Koo.

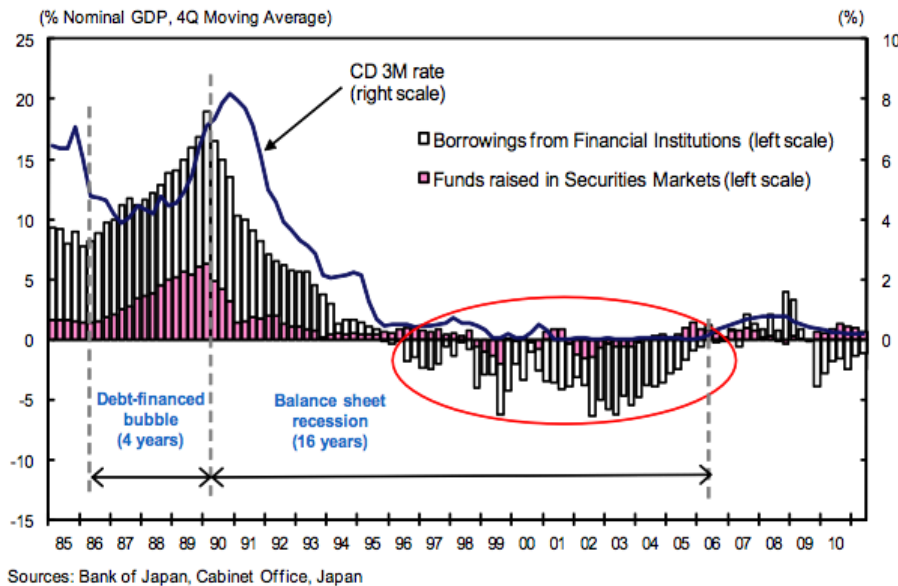


Grafico n. 20

3.2.2 – Fiscal stimuli: the solution?

Per il *Chief Economist* del NRI esiste un'unica manovra da adottare in un'economia dove lo scoppio di una bolla ha portato all'estinzione della figura del prenditore a prestito, come è accaduto negli ultimi contesti recessivi nati dopo lo scoppio della bolla immobiliare negli US. Essa consiste nel fare in modo che il Governo faccia ciò che gli individui non stanno più facendo, ossia che il Governo colmi il buco che è stato lasciato scoperto dagli "*unwilling borrowers*".

Per spiegare il motivo per cui tale intervento è una soluzione efficace, anche se non sempre attuabile, porterò come esempio il massiccio e protratto intervento fiscale giapponese, che è forse la prova più nitida di come tale intervento abbia garantito al Giappone, quantomeno, di non essere affogato dal "mare" di liquidità rimasta bloccata nel sistema bancario.

Torniamo un attimo ai tre grafici mostrati nel paragrafo precedente. Mettiamo nuovamente sotto la lente d'ingrandimento il grafico che considera l'evoluzione degli aggregati monetari giapponesi. Ora che è chiara la cornice in cui era inserito il quadro economico giapponese, possiamo entrare più nel dettaglio e interpretare

l'andamento di ogni singolo aggregato. Per prima cosa, è visibile come la *Monetary Base*, o aggregato 'M0', considerando come "base" il valore dell'ottobre del 1997, è stata più che raddoppiata attraverso interventi di ignizione di liquidità effettuati dalla BoJ. Secondo, pure la *Money Supply*, o aggregato M2, risulta crescente, seppur non in maniera proporzionale alla MB. Infine, l'aggregato *Bank lending*, risulta addirittura decrescente, arrivando in alcuni periodi anche a perdere il 20% del suo valore "base", creando in tal modo un gap finale tra se stesso e la MS di circa il 37%, basandoci sui dati forniti dalla BoJ e aggiornati al 2011. Anche qui, a livello logico e macroeconomico, questo "climax discendente" è un'evidente contraddizione. Sappiamo il motivo per cui la crescita quasi esponenziale della MB non ha intaccato minimamente il trend più che negativo registrato dall'aggregato *Bank lending*, dato che abbiamo già introdotto il fenomeno del "*forced deleveraging*"; tuttavia, se il settore privato non solo non sta più prendendo a prestito, ma anzi si trova completamente immerso in questo processo forzato di riduzione della massa di debito residua, cosa ha sostenuto, e fatto crescere, per tutti quegli anni l'offerta di moneta? La risposta risiede proprio nella scelta di politica fiscale che il Governo ha deciso di implementare. Non erano le banche ad aver problemi di liquidità, ma le imprese e le famiglie ad non essere interessate ad essa, a causa della loro difficoltà a gestire la sproporzione tra passività e attività. Pertanto un tentativo di ignizione di ulteriore liquidità all'interno dell'economia, in tali condizioni, sarebbe inevitabilmente destinata a rimanere bloccata all'interno del sistema bancario. Se però il governo decidesse di supportare le operazioni di *quantitative easing*, attraverso un approccio di *fiscal deficit*, sostenendo tale politica tramite il rilascio di *government bonds*, il risultato può mutare. Le banche possono utilizzare questa liquidità in surplus, generata dalla politica monetaria espansiva, per acquistare questi *bonds* e poter ricevere in cambio degli interessi. In pratica le banche non potendo dare a prestito al settore privato, comincerebbero a dare a prestito al governo, il quale attraverso i fondi ricevuti dalle banche commerciali diventa in grado di portare avanti progetti di investimenti pubblici, come la realizzazione di strade, ponti o in generale di costruzioni. In tal modo i lavoratori delle imprese di tali costruzioni, e le imprese stesse, depositerebbero in banca il denaro ricavato, così aumentando il livello di depositi presenti nel sistema bancario. Le banche proverebbero nuovamente a "piazzare" tale liquidità aggiuntiva tramite prestiti al settore privato, ma ancora, se lo *shock* che ha colpito l'economia è di una magnitudine rilevante, non incontrerebbe

alcun tipo di domanda, e finirebbe di nuovo per passare attraverso l'investimento in debito governativo/pubblico. Di conseguenza il processo viene ripetuto, e non si bloccherà fino a quando i vincoli interni all'economia non siano completamente rimossi. Vale a dire che questo complesso processo, al quale prendono parte imprese, famiglie, banche commerciali e banche centrali, non smetterà di nuocere all'economia fino a quando oltre a questi attori non entrerà in scena anche il governo. Uno studente di economia alle prime armi potrebbe immediatamente muovere delle obiezioni sia dal lato della politica monetaria che dal lato della politica fiscale. Partendo da quest'ultima, esso sosterrrebbe che un intervento così tanto espansivo di politica fiscale condurrebbe al rischio di un elevato spiazzamento²⁸ degli investimenti privati, ed in realtà egli non sarebbe per niente fuori strada, se si stesse riferendo ad un ambiente economico "sano", dove le imprese godono di ottimi bilanci e hanno come primo obiettivo la massimizzazione del profitto. Effettivamente, in un'economia di tal genere, le imprese non si lascerebbero sfuggire i fondi resi disponibili dalla riduzione del *budget deficit*. Inoltre, dato che il settore privato è da considerare un migliore utilizzatore di tali fondi, una riduzione dell'intervento di *borrowing* pubblico, colmata da un aumento del *borrowing* privato, può portare ad una allocazione delle risorse più efficiente e pertanto ad un miglioramento del tasso di crescita economica. Tuttavia l'economia che stiamo prendendo in considerazione è affetta da una "malattia" chiamata *Balance Sheet Recession*, dove, ripeto, le imprese, incapaci di prendere a prestito, non si pongono più come traguardo la massimizzazione del profitto, bensì la minimizzazione del debito. Ciò significa che un'eventuale *fiscal consolidation*, non solo ridurrebbe la domanda aggregata, ma anche porterebbe ad un netto taglio dell'offerta di moneta, la quale cadrebbe inevitabilmente con un rapporto 1:1 rispetto all'ammontare ridotto di spesa pubblica. Facendo un passo indietro e tornando dal lato della politica monetaria, sempre lo stesso studente potrebbe affermare un'altra obiezione. Egli sa bene che un elevato ammontare addizionale di liquidità pompato all'interno dell'economia comporterebbe un'altrettanto grande pressione inflazionistica sull'economia stessa, e sa anche bene che, siccome ogni banca centrale combatte sempre per mantenere il livello d'inflazione entro certi limiti di sicurezza, un tale scenario non sarebbe sostenibile. Anche qui però ignorerebbe il comportamento "*shocked*" delle imprese e famiglie, il quale, ormai sarà chiaro, è la variabile che può stravolgere ogni tipica legge

²⁸ Il cosiddetto *crowd out effect*.

macroeconomia. Fino a quando questo atteggiamento sarà condotto, non ci sarà un individuo che si affaccerà allo sportello di una banca per chiedere un prestito, e fino a quel momento il rischio di alti tassi di inflazione sarà pari a zero. Inoltre questo cambiamento di prospettiva del settore privato è alla base anche per una *harmless tightening monetary policy*. In un'economia dove *borrowers* e *lenders* seguono la norma, far svanire un tale intervento di *quantitative easing* senza lasciare alcuna traccia è decisamente impossibile, ma una volta che si notano buoni segnali di ripresa è necessario ritirare la liquidità in eccesso che ha sostenuto il sistema economico, dato che essa può da quel momento realmente sfociare in tassi di inflazione molto elevati e si potrebbe rischiare di perderne il controllo. Pertanto la banca centrale si troverebbe costretta a implementare operazioni di mercato aperto di segno opposto a quelli in precedenza segnalati. Vendendo in tal modo titoli alla banche commerciali, queste ultime, per trovare la liquidità necessaria, sono spinte a vendere altri strumenti finanziari, comportando una caduta dei loro prezzi e generando pressioni al rialzo sui tassi di interesse che hanno un forte impatto restrittivo sull'economia, rendendo in questo modo tale operazione poco auspicabile. Tuttavia, in un'economia costituita da *unwilling borrowers* e sommersa da una grande quantità di liquidità in eccesso, le banche commerciali non hanno alcun tipo di bisogno di trarre ulteriore liquidità tramite la vendita di altre attività, non azionando così il processo di raffreddamento dell'economia in questione; essa è già all'interno dei depositi della banca centrale, dal momento che se c'è una completa assenza di prenditori a prestito non esiste una migliore allocazione della stessa. Pertanto quando la banca centrale offre un acquisto di titoli, le commerciali pagheranno l'acquisto dei medesimi attraverso la liquidità già presente nei depositi della banca centrale. È proprio questa rete di interventi, e legami fra essi, che hanno reso possibile per il Giappone non far cadere il GDP mai sotto il livello dello scoppio della *Heisei bubble*, evitando in tal modo un rovinoso crollo del GDP, come è stimato²⁹ nel grafico n. 21:

²⁹ :Con un calo dei prezzi dei terreni pari al 87% rispetto al picco della bolla, la linea tratteggiata ipotizzata nel caso di non intervento del Governo quantomeno non può essere definita troppo pessimistica.

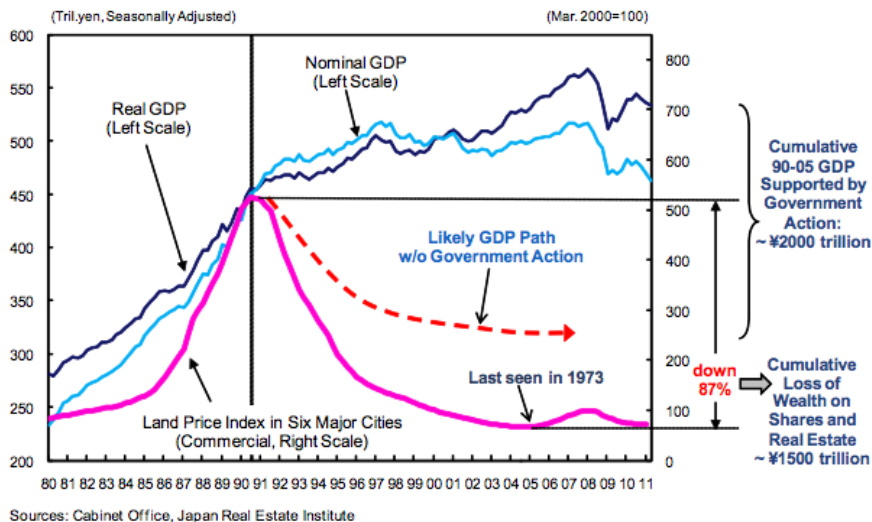


Grafico n. 21

Inoltre Koo più volte si sofferma nei suoi libri e *statements* sui rischi dell'implementazione di una vasta politica monetaria espansiva. Egli è espressamente contrario a soluzione del tipo "helicopter money". Molti economisti da Milton Friedman a Ben Bernanke hanno affermato che la politica monetaria può sempre essere efficace, dato che se pure la situazione dovesse essere catastrofica, si potrebbe incominciare a lanciare banconote da un elicottero per far ripartire l'economia. Il problema di questa argomentazione è che prende in considerazione solo il lato dei compratori e non dei venditori. Una volta lanciata un'infinità di banconote dal cielo sicuramente i primi avranno abbastanza liquidità a disposizione da rimettere in giro, ma la prima reazione di un venditore di beni o servizi, davanti ad un tale intervento, sarebbe quella di interrompere le vendite o domandare una valuta credibile, dato che non potendo ormai nessuno sapere con esattezza il valore del denaro gettato dal cielo, sarebbe quantomeno meno impensabile accettarlo in cambio di beni e servizi. Un discorso del genere potrebbe essere al limite portato avanti in economie che detengono una valuta il cui valore è sostenuto da metalli preziosi come oro od argento, ma nelle economie moderne il valore è semplicemente mantenuto dalla fiducia che le persone hanno nei confronti della banca centrale. Fornire infinità di denaro semplicemente buttandolo dal cielo molto probabilmente condurrebbe al ritorno del baratto o dell'iperinflazione. Molti però potrebbero sottolineare che un tale intervento non sarebbe tanto differente da una forte riduzione delle imposte o addirittura nel caso più estremo una parziale restituzione delle stesse. In realtà sono due mondi completamente diversi. Un *tax-rebate*, ad esempio, è una politica fiscale, fino a quando non sarà legiferato diversamente. Pertanto

essendo di competenza del governo un tale intervento non declasserebbe la credibilità della banca centrale e di conseguenza della valuta. In poche parole senza un'ancora di valore, come in un'impostazione di *Gold Standard*, la banca centrale non può permettersi di comportarsi completamente in modo imprudente se vuole che le persone continuino a riconoscere la moneta come un ottimo mezzo di scambio e di riserva di valore

.3.3 – Intuizioni dal passato: Irving Fisher e Hyman Minsky e Charles Kindleberger

Krugman, Eggertsson e Koo di certo non sono stati né i primi e né probabilmente saranno gli ultimi, a concentrarsi su aspetti riguardanti il “mondo del debito”. Molti altri economisti, specialmente dal giorno seguente l'ormai famosa crisi finanziaria del 2008, si aggiungono a questo gruppo, essendo ormai sempre più evidente l'importanza che ha raggiunto il debito nell'economia moderna, diventato uno strumento sempre più utilizzato dalle famiglie di molte nazioni. Ma, com'è inevitabile, quando un “qualcosa” diventa così economicamente rilevante, allora quel “qualcosa” condiziona nel bene e altre volte nel male un equilibrio economico. Infatti come negli anni venti l' “esplosione” del mercato del credito aprì le porte agli Stati Uniti ad uno dei quattro più grandi boom economici registrati, così il crollo dello stesso sistema spianò la strada a tutte le maggiori contrazioni economiche, tra cui, in primis, la Grande Depressione.

Sono molte le tesi interessanti del passato al riguardo, ma principalmente mi voglio soffermare su tre in particolare: Irving Fisher, Hyman P. Minsky e Charles Kindleberger. Il mio interesse nei loro confronti si è subito acceso non appena ho riscontrato nel loro pensiero una visione dell'argomento, che seppur precedente a molti eventi “moderni”, è considerabile molto moderna, anzi forse una delle più attuali.

Di seguito mi soffermerò prima, con Fisher, sulla spirale negativa caratterizzante un'economia emersa su un eccessivo indebitamento e successivamente, attraverso Minsky, su come tale condizione di “*overindebtness*” sia raggiungibile.

3.3.1 – Debt-Deflation: A domino effect

Una parte degli economisti mette il debito al centro di un circolo vizioso che parte da una forte caduta dei prezzi, la quale aumentando il peso reale del debito a sua volta porta a nuova deflazione. Tra i personaggi di questo gruppo è impossibile non citare Irving Fisher. Egli infatti in un suo libro, *“Booms and Depressions”* (1932), e nel suo intervento *“Debt Deflation Theory of Great Depression, in Econometrica”* (1933), spiega passo per passo il fenomeno della *debt-deflation*. Fisher dopo aver all’inizio illustrato il suo concetto di depressione, già dal secondo e terzo capitolo entra immediatamente nel vivo della sua discussione. Subito mostra come il ciclo economico può essere fortemente condizionato dalle fasi di quello che Fisher chiama *“the debt cycle”*. Egli ritiene che ci siano esattamente dei fattori che azionano il “pendolo” delle contrazioni e delle espansioni di debito, e mostra come problematiche di *“over-indebteness”* danno il via ad un processo che va a toccare precisamente 9 variabili: “1”. *The Debt Factor* “2”. *The Currency-Volume Factor* “3”. *The Price-Level Factor* “4”. *The Net-Worth Factor* “5”. *The Profit Factor* “6”. *The Production Factor* “7”. *The Psychological Factor* “8”. *The Currency-Turnover Factor* “9”. *Rates of Interest*. L’evoluzione del processo è complessa ed intricata, proporrò una versione inizialmente più lineare per garantire una maggiore facilità nell’esposizione.

L’eccessivo indebitamento, una volta notato, deve essere “corretto”; questa correzione comporta o la scelta di una rapida vendita di alcune delle proprietà del debitore per poter ripagare parte del debito, o se la situazione è più grave, come una situazione di bancarotta, l’intervento del creditore, o di chi ne fa le veci, per vendere i *“collaterals”* e, se essi non fossero sufficienti, parte del suo patrimonio. Entrambe le situazioni conducono normalmente ad un evento di *“distress selling”*, dato che i debitori, o i creditori in questione, non seguiranno più la solita logica di vendita-acquisto, ossia l’offerta non cerca più una domanda disposta ad accettare un determinato prezzo, ma cerca di vendere immediatamente per poter raggiungere il prima possibile l’ammontare di denaro necessario per il pagamento della quota di debito richiesta. L’unica possibilità, per raggiungere tale scopo, è che essi propongano prezzi più bassi rispetto a quanto realmente avrebbero scelto in situazioni economiche “normali”. Se una tale evento avvenisse ad un singolo privato, esso potrebbe avere dei risultati trascurabili, ma se essa succedesse a livello

aggregato il risultato sarebbe una forte pressione al ribasso sul livello generale dei prezzi. Inoltre c'è un altro fattore che aumenta, e non poco, questa pressione, ed esso è riconducibile a quella che per Fisher è la seconda categoria di fattori: “*Corrency volume factor*”. Infatti molti debitori dovranno ritirare dal proprio conto corrente il denaro necessario, o parte di esso, per ripagare il debito. Fisher spiega come un processo del genere a livello aggregato possa essere di “supporto” all'aumento di una pressione al ribasso sul livello dei prezzi, e di seguito è riportato un piccolo estratto dal suo libro (pagg. 14-15 e 17) dove spiega in modo molto chiaro gli effetti e le idee alla base del fenomeno:

“Deposits are the balances on the stubs of check books— the “money” which people have in banks and which they transfer by check, A typical depositor deposits neither gold nor silver nor any other money but merely his promissory note. What he thus accomplishes is to trade his debt to the bank for a debt from the bank to himself the object being that he may get something which will circulate. His own note will not circulate, but the bank's deposit-liability to him will. Against this, he can draw checks which, in his own business circle, will be accepted almost as freely as legal-tender money. In short, he converts his own non-circulating credit into the bank's circulating credit. New “money” is thereby created, not by the mint nor the Bureau of Engraving, but merely by the pen and ink of the banker and his customer. But when the customer pays his note, he undoes the whole transaction; that is, he wipes out an equal amount of circulating credit. In this respect, the payment of a business debt owing to a commercial bank involves consequences different from those involved in the payment of a debt owing from one individual to another. A man-to-man debt may be paid without affecting the volume of outstanding currency for whatever currency is paid by one, whether it be legal tender or deposit currency transferred by check, is received by the other, and is still outstanding. But when a debt to commercial bank is paid by check out of a deposit balance, that amount of deposit currency simply disappears. Thus to pay a debt at the bank tends to contract the circulating medium. [...] Thus, the volume of the most important circulating medium is tied to the volume of debts, especially debts at the banks, one of the most important kinds; so that a sudden disturbance of this debt-volume is passed on to the currency-volume and consequently passed on to the general price level.”

Ossia, in poche parole, ogni volta che viene chiuso un deposito, o viene utilizzato parte di esso, il debitore va a ridurre sempre di più le principali *liabilities* delle banche commerciali, le quali rappresentano la vera e propria “*circulating money*”. Questo ovviamente è un evento che preso singolarmente non crea alcun problema, specialmente in periodi economici “normali” quando per agenti che estinguono il proprio debito ce ne sono altrettanti che otterranno una sua apertura. Ma in periodi di eccessivo indebitamento i nuovi crediti non riescono a colmare la caduta libera dei debiti precedenti. Se questo poi accade a livello aggregato allora l'effetto finale sarebbe una forte caduta della vera “*circulating money*”: il sistema bancario ogni volta perde costantemente peso, così comportando una riduzione dei volumi in

circolazione della moneta all'interno dell'economia, arrivando così ad imprimere, come in precedenza affermato, una maggiore pressione al ribasso sui prezzi, la quale rientra nella terza categoria: "*Price level factor*". Pertanto queste spinte deflazionistiche, da un lato innalzate dalle "*distress sales*" e dall'altro supportate dallo snellimento del sistema bancario, conducono al momento clou di tutto il processo: l'aumento del peso reale del debito. Ora, dopo aver aggiunto questo fenomeno deflazionistico, ritornando all'analisi precedente delle "*distress sales*" è interessante sottolineare un altro aspetto che a questo punto emerge chiaramente. Se il valore, reale, del debito ora è aumentato, vuol dire che il suo valore nominale ora vale maggiormente in termini di beni e servizi. Ad esempio un individuo che avesse in precedenza aperto un mutuo di 500.000€ con una banca, ora si troverebbe a dover dare alla banca sempre a livello nominale ciò che anche in precedenza doveva, ma con una bella differenza: ora per potere ripagare il debito sarà costretto a vendere un maggior "parte" del suo patrimonio dato che al momento esso potrà essere venduto a prezzi più bassi. Questa situazione portata al suo estremo può diventare un vero e proprio paradosso: più cerca di liquidare e estinguere, nominalmente, l'ammontare di debito, più, realmente, aumenterà la quantità di debito residuo.

Una volta che questo processo è in atto, ossia non è stato anticipato ed è troppo tardi per essere mitigato, entrano in gioco in modo prorompente gli altri fattori elencati in precedenza. I primi a farsi vivi sono i *net worth* e i *profit factors*. A questo punto la forte deflazione comporta dei notevoli problemi a livello di patrimonio netto di molte imprese. Infatti a differenza di quello che accade alle loro passività, ossia ai loro debiti, questa pressione al ribasso sui prezzi comporta una riduzione del valore dei loro *assets*. Non serve un'economista per capire che se le attività di un'impresa crollano giorno dopo giorno e invece le passività della stessa rimangono fisse, quest'impresa può quantomeno rischiare di andare incontro al fallimento. L'unico modo per poter sostenere una tale situazione sarebbe cercare di utilizzare i profitti per poter estinguere parte dei loro debiti fino a riportare sopra l'asticella dello zero il valore del proprio patrimonio netto; ma neanche i profitti, altro fattore presente nell'elenco, posso essere d'aiuto. Questi ultimi, che non sono altro che la differenza tra ricavi per i prodotti/servizi e costi totali dei fattori produttivi, sono molto sensibili a pressioni deflazionistiche, tendendo a diminuire sempre di più all'aumentare della riduzione dei prezzi, dal momento che in generale i ricavi sono i primi a reagire,

mentre i costi essendo costituiti per una gran parte da fattori più fissi, come salari o tasse, si muoveranno in ritardo.

Giunti a questo punto la situazione, che è riassunta di seguito, non certo è definibile come una delle migliori: il valore reale della moneta sta continuamente diminuendo, i profitti si trasformano spesso in perdite, le quali, a loro volta, supportate da irrecuperabili crolli nel valore dei patrimoni netti delle imprese, portano al fallimento di molte aziende. In un tale contesto le rimanenti imprese ancora attive sul mercato cercheranno di abbassare i propri costi riducendo magari il numero di lavoratori dipendenti, così contribuendo ancora di più a diminuire il livello aggregato di occupazione. È più che evidente che un crollo contemporaneo riscontrabile in tutti gli indici che dovrebbero indicare la buona salute di un'economia (produzione, occupazione, livello dei prezzi e valore della moneta) non può far altro che incidere sul comportamento degli agenti economici, o meglio può condizionarli moltissimo a livello psicologico inculcando nel cervello di ognuno un forte pessimismo. Esso porta gli individui a pensare che la situazione potrebbe solo che peggiorare, e la fiducia che riponevano sulla intera struttura economica cade a pezzi, arrivando ad innalzare "l'accumulazione di banconote" come l'unica fonte di salvezza. In tale impostazione mentale una famiglia, in media, prima di fare andar via il denaro dalle proprie mani, ad esempio per acquistare beni o servizi, ci penserà ben più di una volta, in tal modo riducendo la velocità di circolazione della moneta (fattore 8). Quando poi le famiglie e altri agenti economici passano queste insicurezze e ansie alle banche il fenomeno si rafforza maggiormente. Ansia e il fenomeno di "*mass liquidation*" può far trasformare il sistema bancario in quello che lo stesso Fisher chiama "*a race for liquidity*". Anche qui ciò che singolarmente può risultare la cosa giusta a livello di quadro generale questa "gara" ad accaparrarsi il maggior quantitativo di liquidità avrà esattamente il risultato opposto. Infatti quando le banche in massa richiamano i loro prestiti, o parte di essi, in un tale scenario non fanno altro che estinguere un maggior numero di conti correnti/depositi. E non avviene solo a livello impresa/famiglia banca, ma anche a livello interbancario dato che le banche, godendo di un numero sempre minore di depositi, sono costrette a loro volta a richiamare i prestiti effettuati con altre banche, così portando a una situazione di stallo dello stesso sistema interbancario. Il problema principale è che quei prestiti andavano a gonfiare le riserve delle banche, e una anche media riduzione delle stesse può avere effetti molti negativi sull'economia. Considerando che una banca genericamente deve mantenere un coefficiente di

solvibilità, per il quale deve essere rispettato un rapporto limite di molto maggiore rispetto ad un rapporto uno ad uno tra patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio, ogni qualvolta che la banca ne perderà un'unità c'è una caduta potenziale dei depositi sostenibili per una quantità riconducibile al reciproco del valore del coefficiente in questione. In particolare gli Accordi di Basilea hanno fissato sin dal 1988 il seguente coefficiente di solvibilità³⁰:

$$\left[\frac{PV}{\sum_i (A_i \times P_i)} \right] \geq 8\%$$

dove PV è il patrimonio di vigilanza, A sono le attività della banca esposte al rischio di credito e P sono i fattori di ponderazione del rischio. Pertanto se ciò accadesse in uno dei più 150 paesi che hanno aderito a tali accordi, ogni dollaro, o euro che venisse meno alle riserve delle banche, comporterebbe una riduzione potenziale dei depositi di una magnitudine di 12,5 (1/0,08) volte maggiore così portando il tasso di deflazione a livelli insostenibili per un qualsiasi debitore o in generale economia. Tutto ciò che è stato elencato fino ad ora contribuisce ad intaccare l'ultimo fattore che Fisher inserisce nel suo elenco: i tassi di interesse. Infatti la continua liquidazione e la sempre più stagnante domanda per ulteriore/nuovo debito porta i tassi di interesse verso il basso. Per la precisione si amplia il gap tra tasso di interesse reale e nominale, dato che il primo tende ad aumentare e il secondo a diminuire. È importante notare che tale processo non segue un andamento così lineare, e in realtà questi fattori continuamente si condizionano a vicenda comportando l'impossibilità di un unico andamento cronologico. Nonostante ciò Fisher nella sua "*Appendix I : Approximate typical chronology of the nine factors*"³¹ cerca di fornire un'evoluzione "standard" del fenomeno:

I. (7) Mild Gloom and *Shock* to Confidence
(8) Slightly Reduced Velocity of Circulation
(1) Debt Liquidation

II. (9) Money Interest Falls on Safe Loans
(9) but Money Interest Rises on Unsafe Loans

III. (2) *Distress selling*

³⁰ Formula presa da "Economia degli intermediari finanziari", Sunders. Cornett Anolli Alemanni

³¹ "*Booms and Depressions*, pag 161.

- (7) More Gloom
- (3) Fall in Security Prices
- (1) More Liquidation
- (3) Fall in Commodity Prices

IV. (9) Real Interest Rises; reals debts increase

- (7) More Pessimism and Distrust
- (1) More Liquidation
- (2) More *Distress selling*
- (8) More Reduction in Velocity

- V. (2) More *Distress selling*
- (2) Contraction of Deposit Currency
 - (3) Further Dollar Enlargement

- VI. (4) Reduction in Net-Worth
- (4) Increase in Bankruptcies
 - (7) More Pessimism and Distrust
 - (8) More Slowing in Velocity
 - (1) More Liquidation

- VII. (5) Decrease in Profits
- (5) Increase in Losses
 - (7) Increase in Pessimism
 - (8) Slower Velocity
 - (1) More Liquidation
 - (6) Reduction in volume of stock trading

- VIII. (6) Decrease in Construction
- (6) Reduction in Output
 - (6) Reduction in Trade
 - (6) Unemployment
 - (7) More Pessimism

- IX. (8) Hoarding

- X. (8) Runs on Banks
- (8) Banks curtailing Loans for self-protection
 - (8) Banks selling Investments
 - (8) Bank Failures
 - (7) Distrust Grows
 - (8) More Hoarding
 - (1) More Liquidation
 - (2) More *Distress selling*
 - (3) Further Dollar Enlargement"



3.3.2 – Hedge, Speculative and Ponzi financing: crisi finanziarie come fenomeni endogeni

Altri studiosi, come Minsky, affermano che una crisi finanziaria è figlia di un periodo di “calma economica”. A prima vista ciò può sembrare un controsenso, ma in realtà ha delle forti basi psico-economiche. Minsky mette in evidenza come un tale contesto possa portare ad un compiacimento del debito, e quindi ad una eccessiva leva finanziaria, la quale può aprire le porte alla crisi. Nei seguenti paragrafi esporrò

dettagliatamente il pensiero dell'economista, cercando di completarlo fondendolo con le idee di un altro grande economista come Charles Kindleberger.

3.3.2.1 - Il ciclo del credito

Ci sono fondamentalmente sei fattori principali nel modello di Minsky del ciclo del credito: "cambi di stato", boom, euforia, margine di profitto, investimenti, e panico. Un "cambio di stato" si verifica quando gli investitori si eccitano per una qualche invenzione come Internet, o per un brusco cambiamento della politica economica. Il ciclo di credito attuale vede le sue origini nel 2003, con la decisione di Alan Greenspan, a quell'epoca *Chairman* della Fed, di ridurre i tassi di interesse a breve termine fino a raggiungere quota 1%, e con un afflusso inaspettato di denaro straniero, fondi soprattutto cinesi, investito in obbligazioni del Tesoro statunitense. Con il conseguenziale costo di accensione dei mutui ai minimi storici, un boom immobiliare si sviluppò molto rapidamente, tanto da superare in grandezza la precedente bolla dei titoli tecnologici. Prima di poter iniziare con la spiegazione del ciclo del credito e di rapportarlo con la realtà, trovo necessario introdurre parte della tassonomia necessaria.

Minsky cerca di elaborare una classificazione dei vari tipi di *cash flows*. Per Minsky esistono tre tipi di *cash flows*: *income*, *balance sheet* e *portfolio*. I primi derivano da un intero processo produttivo. I secondi nascono dalle passività esistenti e dipendono sia dal capitale che dagli interessi determinati nei contratti di debito. Gli ultimi, invece, sono il risultato di transazioni di capitale e *assets* finanziari, ossia nascono dalla vendita di *assets* o dall'apertura di nuove passività. Inoltre Minsky suddivide i *balance sheet cash flows* in tre ulteriori categorie: *dated*, *demand* e *contingent*. I primi sono i classici scambi di moneta oggi per moneta domani, o viceversa. Pertanto in essi ritroviamo tutti i tipi di contratti che garantiscono una o più cedole, secondo un determinato scadenziario. I *demand* sono invece contratti finanziari con durata indeterminata, ad esempio i depositi detenuti presso le banche commerciali. Infine i *contingent* sono i *conditional cash flows*, ossia la cui esistenza è aleatoria ed è collegata all'avvenimento di un determinato "evento", come le *life*, *liability*, *accident insurances*.

Per Minsky la stabilità finanziaria è direttamente collegata al peso relativo di questi tipi di *cash flows* nell'economia, ed è definibile come il livello di suscettibilità al crollo

dell'economia. In particolare un'economia è definibile "immune" a crisi finanziarie se è dominata dalla presenza di *income cash flows*, mentre un'economia è altamente esposta se le transazioni di portafoglio sono meramente utilizzate al fine di ottenere la liquidità per sostenere i *balance-sheet payments*.

La trasformazione di un'economia da stabile ad instabile segue principalmente tre fasi, in ognuna di questa l'economia si basa maggiormente su un tipo di struttura finanziaria. Un'economia dove sia chi riceve sia chi dà a prestito si aspetta che i *cash flows* derivanti dagli *operating capital assets* saranno più che sufficienti a coprire gli obblighi di pagamento sulle passività, è definibile come una "*hedge-financing dominated economy*". In questo caso l'economia è "immune" ad ogni tipo di crisi finanziaria, ma ciò non vuol dire che non sia possibile perdere tale condizione. Infatti un "*hedge-financing world*" può trasformarsi in un "*speculative-financing world*" se c'è una forte caduta di *income* derivante dalle attività operative. In tal caso un agente economico decide di passare alla *speculative finance* se si aspetta che le *cash receipts* siano superiori ai *cash payment commitments*. La *speculative finance* implica il finanziare delle posizioni a lungo periodo con operazioni a breve. In questo modo l'ambiente economico diventa più fragile dal punto di vista finanziario. Se però anche queste operazioni non bastassero poiché i *cash payment commitments* dal lato delle passività eccedono le attese *cash receipts* sul lato degli *assets*, allora c'è la seria possibilità che ci si trovi in poco tempo ad osservare un "*Ponti-financing world*". Quest'ultimo tipo di finanziamento è simile allo *speculative* dato che entrambi richiedono la tecnica del *roll over*, ma c'è una grande differenza. I *cash flows* di uno speculatore sono superiori ai costi finanziari, pertanto essi non andranno mai ad incrementare l'*outstanding debt*, mentre nello schema di Ponzi i costi finanziari sono anch'essi superiori degli *income*, ossia in questa impostazione anche gli interessi finanziari vengono capitalizzati nelle passività.

Pertanto in un mondo dominato da questi ultimi due tipi di finanziamento, non avremo più un'economia dove i pagamenti richiesti vengono coperti tramite gli *income* derivanti dalle attività operative, bensì un mondo dove gli interessi finanziari sono "pagati" attraverso il rifinanziamento e l'aumento del debito, e un crollo dell'*income* viene coperto tramite le vendite di *assets* finanziari altamente liquidi. Appare chiaro che un settore privato che dovesse seguire una tale pratica a livello aggregato diventerebbe profondamente vulnerabile ad ogni cambiamento delle condizioni del mercato, come cambi nei tassi di interesse, cosa che non potrebbe

accadere in un sistema dominato dal *hedge-financing*, dato che in esso gli impegni contrattuali sono sempre soddisfatti tranne nel caso in cui i “*quasi-rents*”, come li definisce Minsky, dei *capital assets* non vadano al di sotto del valore atteso a causa di un aumento imprevedibile, o imprevisto, dei costi, oppure a causa del declino dei ricavi.

Chiarite queste affermazioni “statiche” ora è possibile fornire una spiegazione “dinamica” dell’argomento, ossia qual è il processo che viene seguito da un’economia per passare da stabile ad instabile, e mostrare come in realtà esso è un fenomeno di tipo endogeno.

In un’economia stabile, ossia un’economia con una robusta struttura finanziaria dominata da finanziamenti di tipo *hedge* e da investimenti che generano “*quasi-rents*” elevati, già solo le opportunità di profitto insite nella stessa generano lo “*shift*” da robusta a fragile. In un tale contesto gli elevati “*quasi-rents*” con molta probabilità saranno più elevati delle corrispondenti spese sui *capital assets*, i tassi di interesse sul debito privato a lungo anch’essi saranno relativamente meno elevati, i tassi di interesse di breve su strumenti sicuri risulteranno decisamente più bassi rispetto ai rendimenti forniti dal detenere capitale, e certamente meno elevati di quelli su passività a lungo termine. In una tale situazione ogni agente economico potrebbe conseguire un profitto solamente finanziando le posizioni in *capital assets* tramite debiti di breve e lungo termine, finanziando a sua volta queste ultime attraverso liquidità e debiti a breve. Inoltre tali pratiche non solo creano opportunità di profitto per gli agenti economici appartenenti alla “domanda” di liquidità, ma le occasioni di profitto si presentano anche sul lato dell’ “offerta”, ossia alle banche. Queste ultime ormai possono godere di un ampio spettro di strumenti di finanziamento, con i quali raccogliere il giusto quantitativo di liquidità per poter sostenere altri tipi di investimento ogni volta che la struttura del mercato li renda profittevoli. Appare dunque evidente che il passaggio da una *hedge-financing economy* ad una *speculative*, è un cambiamento che conviene a tutti. Per tale motivo potremmo dire che, seppure un mondo in “*hedge mode*” non è ancora vulnerabile a crisi finanziarie, ogni economia che si trovi in questo contesto, comunque non è mai del tutto al sicuro, dato che non esistono forti barriere di uscita e di entrata da un tipo di economia all’altro. Una giusta stima dello spessore di queste barriere, mai spesse a sufficienza, deriva principalmente dalla velocità in cui questi criteri e “sentieri” finanziari vengono seguiti ed emulati. Essa dipende principalmente da due fattori:

innovazioni finanziarie e aspettative di successo. Il primo fattore può rendere decisamente più veloce questa “trasformazione”, creando nuovi potenziali canali di finanziamento a cui prima non era possibile l’accesso. Durante gli anni ottanta i titoli spazzatura hanno giocato quel ruolo. Più di recente è stata la cartolarizzazione dei mutui che ha permesso alle banche di fornire prestiti per l’acquisto di abitazioni, senza preoccuparsi se poi un rimborso fosse possibile o meno, gettando tale rischio nelle mani degli investitori che avevano nel frattempo acquistato i titoli, dando alla luce il celeberrimo *subprime fiasco*. Alcuni freni per questo tipo di pratiche possono essere la presenza di una mentalità molto conservatrice ed ortodossa, la quale potrebbe rallentare il processo di assimilazione delle innovazioni. Il secondo fattore invece si basa principalmente su aspetti psicologici. Questi ultimi qualche volta vengono snobbati e spesso ci si focalizza più su aspetti “tecnici”, forse dimenticando che ogni variabile, presente in qualsiasi equazione, è direttamente collegata alla variabile nascosta per eccellenza: il comportamento umano e le sue “condizioni” psicologiche. Essendo molto complicato porre in forma analitica tali variabili, diventa difficile poter fare delle stime reali a livello quantitativo sul loro possibile impatto circa la riduzione o l’amplificazione di queste barriere. In ogni caso è certo che il successo, nel cervello di ogni agente economico, può portare ad azzerare totalmente la possibilità di un fallimento, e un lungo periodo di assenza di gravi difficoltà finanziarie è il perfetto trampolino di lancio per un’economia dominata dall’euforia, dove, e qui cito Minsky, :*“in which increasing short-term financing of long positions becomes a normal way of life”*³². A questo punto ogni tipo di assunzione razionale del comportamento di un agente economico non ha più alcun tipo di riscontro con la realtà, ammesso che solitamente lo abbia. Pertanto, pur se è ben conosciuto da tutti, il “punto di non ritorno” dove gli ampollosi profitti diventano polverose perdite, le quali a loro volta portano ad una profonda crisi, è completamente ignorato. Seppure non ho modo di quantificare tale impatto sulle barriere presenti tra uno stato e l’altro dell’economia, certamente posso affermare che un tale comportamento può portare anche alla distruzione delle stesse. Ora, infatti, il passo da un’economia *speculative* ad una Ponzi è molto breve. In tali condizioni la fragilità del sistema finanziario ormai è abbastanza elevata da poter creare serie perdite solo per qualche minimo cambiamento della struttura finanziaria, ma, come detto in precedenza e messo in evidenza nel titolo del paragrafo, perché questo cambiamento avvenga non è

³² *“Stabilizing an unstable economy”*, pag. 235.

necessario uno shock esterno. Questo fenomeno è endogeno, una catena di eventi che si auto realizza, dato che ogni stadio crea le basi per quello successivo fino ad arrivare alla crisi finanziaria vera e propria. Cercando di linearizzare il processo, gli stadi della catena sono i seguenti: un'economia "*hedge-financing dominated*" cela delle potenzialità di profitto tramite l'utilizzo delle strategie finanziarie in precedenza spiegate; queste opportunità conducono allo stadio *speculative* difatti creando le basi per un boom degli investimenti; esso è ulteriormente sostenuto tramite un aumento esponenziale della domanda per finanziamenti; l'incremento di quest'ultima produce una pressione al rialzo sui tassi di interesse; l'andamento dei tassi di interesse riduce il margine tra il valore attuale delle attività e il prezzo della produzione derivante dall'investimento; giunti al punto in cui tale margine cambia segno, la sicurezza e la fiducia nell'investimento svaniscono; si aprono le porte ad una *Ponzi economy*; il sistema finanziario diventa maggiormente fragile e vulnerabile; a questo punto bisogna solo attendere; ad un qualsiasi cambiamento inaspettato della struttura finanziaria gli agenti economici andranno in cerca di nuovi finanziamenti a breve, non solo per coprire il valore facciale, ma anche gli interessi dei finanziamenti a lungo; tale pratica aumenta nuovamente la richiesta di finanziamenti; i tassi di interesse tornano a puntare verso l'alto; i margini di profitto crollano; gli investitori per sostenere la propria attività finanziaria provano a fare di tutto, in particolare cominciano a vendere le loro posizioni in attivo per coprire le posizioni in passivo; di conseguenza i prezzi dei *capital assets* smettono di crescere, anzi crollano; tale crollo porta ad un circolo vizioso, contraddistinto da un continuo calo degli investimenti, profitti e ulteriore crollo dei prezzi degli *assets*.

3.3.2.2 - La crisi finanziaria statunitense

Le precedenti conclusioni possono essere utilizzate come chiave di lettura dell'attuale, e non solo, crisi finanziaria (2007-2008). Essa è perfettamente riesaminabile attraverso l'impostazione che prende spunto dall'approccio di Minsky e di altri economisti, riferendomi in particolar modo a Charles Kindleberger , il cui pensiero³³ amplia e completa le osservazioni fatte in precedenza. Fondendo le riflessioni dei due economisti è possibile creare uno schema generale il quale

³³ Rifendomi in particolare all'opera "*Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*" (Macmillan, 1978), Charles Kindleberger.

prevede l'esistenza di tre tipi di bolle, ed è inoltre possibile condurre un esauriente esame di queste ultime. Di seguito ne propongo una rapida analisi.

Nel primo tipo di bolla i prezzi aumentano rapidamente per poi diminuire molto bruscamente di nuovo ad un determinato livello dopo aver raggiunto il picco. Queste bolle speculative sono fenomeni che si auto avverano: il prezzo sale perché gli agenti si aspettano che così avvenga, e questa aspettativa alimenta una crescente domanda che mantiene l'aumento del prezzo. Se a causa di un certo shock esogeno il prezzo smette di salire, l'attesa viene disattesa, e la domanda scompare improvvisamente, riportando il prezzo molto rapidamente al suo livello "pre-bolla".

Nel secondo tipo il prezzo aumenta, raggiunge un picco che si mantiene per un certo periodo, e poi diminuisce di nuovo, a volte alla stessa velocità di come è salito. Non c'è alcun tipo di shock, a differenza degli altri tipi di bolla dove vi è un periodo in cui il prezzo decresce molto più velocemente di quanto sia cresciuto, spesso causando il panico tra gli agenti economici.

Il terzo tipo di bolla è quella che in particolar modo espone le economie ad un periodo di difficoltà finanziarie. Si verifica in sequenza un picco seguito da un declino graduale che a sua volta si trasforma in un forte crollo e conseguente panico.

Sebbene quest'ultimo tipo di bolla, sia secondo Minsky (1972,1982) che Kindleberger (1978, 2000), è di gran lunga il più comune, manifestandosi in tutti i più grandi e famosi casi del passato, come la bolla del Mississippi del 1719 e la bolla verificatasi nel mercato azionario statunitense tra il 1928-1929, nella recente crisi finanziaria sono osservabili tutti e tre i tipi di bolla. Come ha sottolineato l'economista e professore di economia J. Barkley Rosser nel suo recente *paper* "A Minsky-Kindleberger perspective on the financial crisis" è possibile considerare l'avvenimento contemporaneo di tutte e tre le bolle come principale fattore di scoppio della crisi statunitense. Per il professore di economia, presso la *James Madison University* di Harrisonburg, questa è riconducibile a tali fenomeni. Esso, infatti, e qui cito³⁴, afferma:

"The great financial crisis of 2008-2009 that put the world deep into its Great Recession exhibited all three bubble types, with the heart of the crisis being precisely the collapse of various speculative bubbles. In considering these we can see some tendencies for certain sorts of markets to be more likely to follow one bubble type or another."

³⁴ "A Minsky-Kindleberger perspective on the financial crisis"(2012), pag. 4.

Il primo tipo di bolla viene rivisto nel mercato del petrolio. Seppur è complicato stabilire se questa fosse veramente un bolla speculativa o meno, dato che queste attività non generano un flusso finanziario diretto come la maggior parte delle attività finanziarie fanno, tuttavia, è certo che, dopo un lungo periodo di un continuo aumento dei prezzi durante la prima parte del primo decennio del 21 ° secolo, questa crescita subì un'accelerazione all'inizio del 2008, raggiungendo il suo picco di 147,29 dollari al barile l'11 luglio, per poi crollare letteralmente ad un minimo di 30,28 dollari al barile il 23 dicembre 2008. Successivamente il prezzo è risalito ad un livello medio-alto, pur non raggiungendo più il picco della bolla. Questo caso di *overshooting* è mostrato nel grafico 22³⁵:



Grafico n. 22

Chiari invece le ragioni e il luogo dove si è manifestato il secondo tipo di bolla: il mercato immobiliare. In esso il ruolo da protagonista è stato ricoperto dal livello dei prezzi delle abitazioni. Il secondo tipo infatti è una bolla in cui, ripeto, il livello dei prezzi raggiunge un massimo, spesso assoluto, e che poi scende all'incirca allo stesso ritmo con cui è giunto al picco. I prezzi delle abitazioni, come si può vedere nel grafico n. 23, si sono comportati esattamente in questo modo. Dal 1999-2000 si è registrato un aumento della velocità di crescita del prezzo delle case, ritmo che è stato sostenuto ad accelerazione quasi costante dal 1999-2000 al 2005-2006, quando si è registrato il massimo assoluto storico. In seguito è cominciato il declino dei prezzi, che, seppur inizialmente hanno seguito un ritmo leggermente più veloce,

³⁵ Figura 1 in "A Minsky-Kindleberger perspective on the financial crisis"(2012).

Tutte le bolle appena elencate hanno giocato un importante ruolo nello scoppio della crisi statunitense. In particolare vorrei ora soffermarmi sulla bolla avvenuta nel mercato immobiliare, dato che è quella che più è riconducibile alle analisi, o se vogliamo “profezie”, effettuate da Minsky più di trenta anni fa.

3.3.2.3 – Il mercato immobiliare statunitense: il *subprime* fiasco

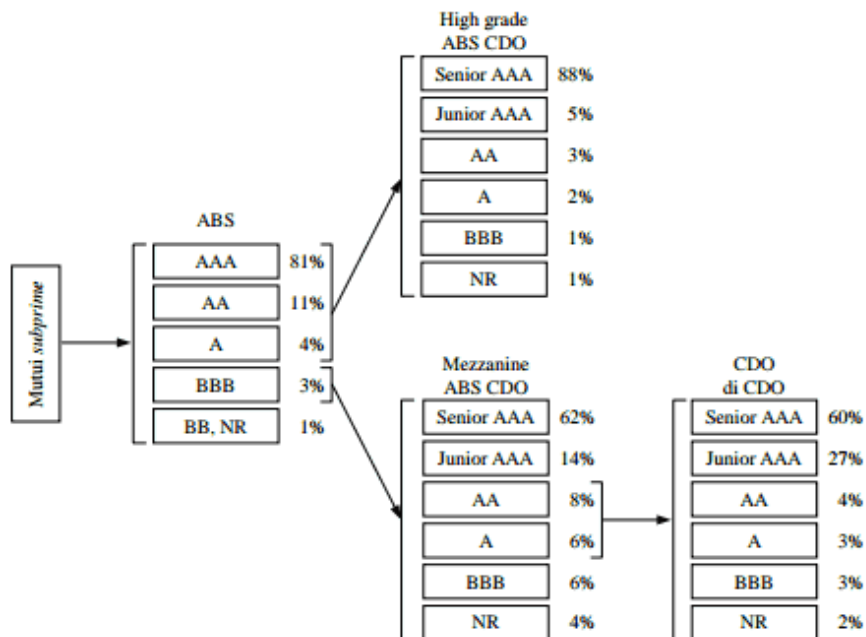
Come già mostrato in precedenza dal 1999-2000 il prezzo degli immobili statunitensi ha cominciato a crescere ad un ritmo più elevato. Quali sono i motivi alla base di tale aumento? La risposta non è né univoca né semplice, ma di seguito propongo quelli che, secondo il mio parere, sono i principali: un’insufficiente regolamentazione, bassi tassi di interesse, cartolarizzazioni. Il periodo che va dal 2000 al 2006 ha visto un forte aumento delle concessioni di mutui *subprime* e in particolar modo la quota di mutui con ipoteca di primo grado. Gli USA avevano appena vissuto lo scoppio di un’altra bolla, *IT bubble*, la quale, ed ecco che ritorna utile l’impostazione di Koo, ha causato vari problemi di *balance-sheet*, ai quali il settore privato ha reagito con un periodo di “calma” sul lato *leverage*. Inoltre dato che molte imprese avevano bisogno di pulire i proprio bilanci, esse cominciarono ad avere una “*debt rejection syndrome*”. Tale rigetto ha portato i tassi di interesse di lungo periodo su un livello stabile compreso tra il 4% e il 5%. Questo ha mantenuto viva la possibilità per la *housing bubble* di crescere ancora, dal momento che tale mercato è direttamente influenzato dai tassi di interesse a lungo. Tuttavia la maggior parte degli individui interessati a comprare un immobile avevano già effettuato un acquisto tra il 2001-2003. Il quadro che si veniva a delineare per le banche era pertanto il seguente: il settore delle imprese rigettava l’idea di prendere nuovamente a prestito, e gli individui avevano già “finito” di acquistare nuove case. Le banche divennero “disperate” per tale mancanza di domanda, e pertanto cominciarono a muoversi per cercare nuove aree del mercato ancora non sfruttate. Quest’area alla fine fu proprio identificata in quella dei *subprime borrowers*. Un altro fatto importante che consentì l’ampliamento fu una carente regolamentazione. Inoltre questa “molle” regolamentazione è dovuta ad un processo di interventi degli US mirati, sin dagli anni novanta, a facilitare l’acquisto di proprietà immobiliari, e alle forti pressioni operate sulle banche per concedere i mutui anche alle famiglie con redditi modesti. Tali pressioni esterne, sommate alle pressioni interne descritte, hanno condotto le banche ad aumentare le possibilità di

accesso al credito alle fasce *subprime*, incrementando in particolar modo la quota di mutui con ipoteca di primo grado. A quel punto il settore immobiliare statunitense subì una forte impennata, dato che tali politiche di concessioni di prestiti consentirono agli ultimi individui, non ancora in grado di accedere ad un mutuo, di comprarsi una casa. Di conseguenza il prezzo delle case aumentò velocemente ed è proprio questo il motivo per cui nel grafico n. 23 si nota un'accelerazione della crescita dei prezzi delle abitazioni. Le più elastiche concessioni di mutui e la crescita dei prezzi delle abitazioni diedero vita ad una spirale che conveniva a tutti, almeno in quel momento. Le banche erano felici di farne parte dal momento che per esse significò un elevato aumento dei profitti, lo stesso si può dire per gli intermediari immobiliari i quali ricevevano maggiori commissioni sulla vendita dell'immobile e gli individui potevano finalmente accedere a linee di prestito in precedenza non disponibili.

Il problema di questa bolla, come di ogni altra, è che ogni prima o poi scoppia, e come più volte sottolineato, non bisogna attendere alcun tipo di shock esogeno perché tale scoppio avvenga, dal momento che esso è la conclusione di un fenomeno squisitamente endogeno. La situazione per l'appunto si complicò ben presto. Quando infatti le case giunsero a prezzi troppo elevati per un cittadino "normale" diventava realmente difficile anche solo pensare di acquistare una casa a tali condizioni. A quel punto le banche cercarono un nuovo modo per attrarre nuovamente le persone ad accendere nuovi mutui, e da questo momento in poi si diffusero le pratiche che realmente portarono l'intera economia statunitense al punto di non ritorno. Prima di tutto le banche intrapresero pratiche per rendere più "allettanti" i contratti di mutuo; concessero degli *adjustable-rate mortgages*, ossia dei mutui che propongono per i primi anni un tasso di interesse fisso e molto basso (1-2%), per poi passare ad un variabile più alto (Libor a 6 mesi maggiorato del 6%). Secondo, per non far mai mancare nuova benzina alla spirale, smisero di preoccuparsi troppo delle proprie istruttorie, evitando anche controlli troppo profondi che probabilmente avrebbero causato l'impossibilità della concessione. Detto in poche parole: "chiusero volutamente un occhio". In tal modo diedero vita a quelli che post scoppio furono chiamati i mutui "NINJA", ossia i mutui *No Income, No Job, No Assets*. Le banche smisero di valutare la qualità di un mutuo tramite le caratteristiche del prenditore, e basarono tutte le loro previsioni sull'incessante crescita dei prezzi.

A questo punto ci si potrebbe chiedere: “possibile che le banche non si accorgessero dei rischi a cui andavano incontro?” Domanda che sarebbe più che lecita, tuttavia le banche smisero di preoccuparsi anche di tali rischi. Perché? Le banche non avevano intenzione di tenere tutto questo ammontare di mutui nelle attività di bilancio, bensì adottare un modello del tipo “*originate to distribute*”. Come? Tramite cartolarizzazioni. Tali strumenti hanno permesso alle banche di non preoccuparsi troppo degli alti rischi di insolvenza propri di questi contratti, dal momento che, una volta effettuati, sarebbero stati venduti sul mercato, traendone così un profitto. I prodotti principali nati da tali operazioni sono gli *Asset-Backed-Securities (ABSs)*, dei titoli che contengono molte attività finanziarie, tra cui in particolare obbligazioni e mutui. Le banche pertanto passavano tutto il loro rischio agli intermediari finanziari che si sarebbero poi occupati di tali operazioni di “impacchettamento”, le cosiddette *special purpose vehicle (SPV)*. Esse solitamente creavano degli *ABSs*, comprensivi anche dei mutui *subprime*, dividendoli in tre tipi di tranche: la *senior tranche*, la *mezzanine tranche*, l'*equity tranche*. Esse in ordine crescente offrono dei tassi di interesse maggiori, ma una minore probabilità di vedersi corrisposto il rendimento, poiché i pagamenti vengono effettuati in ordine dalle *senior* fino alle *equity*. Esiste anche un ordine che viene seguito nel ripartire le perdite: le *equity* risultano decisamente le più rischiose, dato che bastano piccole perdite (5%) per non vedersi corrispondere l'intero nominale; ai possessori delle *mezzanine* non viene concesso il rendimento, se le perdite sono superiori al 5%, mentre per le *senior* tale decurtazione avviene per perdite maggiori al 25%. Per tali motivi piazzare queste ultime era decisamente facile, potendo anche contare su un buon *rating (AAA)*, le *equity*, che neanche ricevevano un *rating*, spesso venivano vendute a *hedge funds*, oppure rimanevano in possesso delle banche “concedenti”. Il vero problema pertanto rimaneva vendere un prodotto, il quale non godendo di un ottimo *rating (BBB)*, non veniva visto bene dagli investitori. Ovviamente un modo fu trovato, ossia la creazione dei *ABS CDOs*. Senza entrare troppo nel dettaglio comunque, si può intuire come quest'ultima “creazione” polverizzò e disperse maggiormente il rischio di tali titoli, polverizzando anche le ultime possibilità di una semplice comprensione dei titoli derivanti, e della loro “tracciabilità” all'interno del mercato, e dando il via ad un processo “perverso” di creazione di prodotti di prodotti, o meglio le cosiddette cartolarizzazioni di secondo livello. Tale processo, praticamente impossibile da

tracciare, è ben approssimato dalla seguente immagine tratta dal sesto capitolo del testo “*Risk Management*” di Hull:



In tal modo anche se i mutui *subprime* concessi si aggiravano sulla cifra di 1 *trillion*, l’ammontare di tutti gli strumenti finanziari contenenti tali mutui aumentò in poco tempo, portando il mercato finanziario ad un grado infinitamente elevato di quella instabilità finanziaria tanto trattata nel precedente paragrafo. Una volta che i mutui passarono da tassi fissi bassi, a tassi variabili più elevati, qualche prenditore a prestito cominciò ad incontrare le prime difficoltà di pagamento, le quali si trasformarono ben presto in insolvenze. Qui ritroviamo un altro problema di regolamentazione, troppo molle, che ha contribuito nuovamente a far “cadere la situazione dalla padella alla brace”. Infatti negli *US* i mutui, a differenza che in Italia, sono di tipo *non-recourse*, ossia la banca in caso di insolvenza può rifarsi sulla casa, ma non può intaccare il patrimonio del prenditore. In pratica quest’ultimo può scambiare la casa con il valore del debito residuo. Pertanto giunte le insolvenze l’unica cosa possibile da fare per le banche era quella di mettere all’asta le numerose case “date indietro”. Ovviamente tale vendite contribuirono ad imprimere pressioni verso il basso sui prezzi delle case, dal momento che queste ultime in poco tempo

diventarono un numero consistente³⁷. Una volta che le pressioni al ribasso sui prezzi si fecero consistenti, molti debitori si trovarono davanti ad una particolare situazione: un *negative equity*. Il valore del debito residuo superò la soglia del pareggio e diventò maggiore del valore della casa per i mutuatari. A quel punto continuare a pagare il debito residuo, in un paese dove tutti i debitori avevano un' "opzione" di vendita sulla casa in cambio del debito residuo, non era più ragionevole e, anzi, risultava assai più conveniente effettuare lo scambio e, con il denaro corrispondente al valore del debito residuo, acquistare una nuova casa, venduta all'asta a prezzi "stracciati". Nel momento in cui effettuare queste operazione passò dall'essere un'intuizione di pochi a pratica comune, la forte instabilità finanziaria, in qualche modo ancora rimasta nascosta, divenne palese. Le perdite colpirono direttamente gli intermediari finanziari che avevano questi titoli in portafoglio e le banche, o gli *hedge funds*, che detenevano le *equity tranches*. Inoltre colpirono indirettamente anche le banche per le garanzie fornite sulle operazioni, e per le molteplici azioni legali subite in quel periodo. Inoltre, non appena gli *ABSs* e gli *ABSs CDO* subirono il primo forte *downgrading*, si congelò anche il mercato interbancario. Gli intermediari finanziari per liberarsi di questi titoli fecero anche carte false, conducendo i prezzi degli stessi a livelli "regalo". Il resto è storia.

³⁷ Bisogna considerare il fatto che i tassi di interesse iniziali decisamente bassi hanno dato vita a molte speculazioni. Molti mutuatari comprarono una casa solo con lo scopo di lucrare sullo scambio casa-debito residuo.

4 - Il contesto europeo ed italiano: un ulteriore caso di deleveraging?

Nei precedenti capitoli abbiamo più volte confrontato idee e modelli con vari quadri economici del passato e non solo; l'intento di questo capitolo è invece quello di analizzare il contesto europeo ed italiano, basandoci sulle intuizioni estraibili dai precedenti modelli e sui brillanti contenuti usciti dall'intervista che ho avuto l'onore di effettuare al Presidente Giuliano Amato, presso l'Istituto della Enciclopedia Italiana Treccani di Roma.

Non entrerà subito nel vivo del capitolo, ma seguirò la stessa impostazione utilizzata in quelli precedenti. Per prima cosa compierò un'analisi delle variabili e degli indici che hanno contraddistinto nell'ultimo decennio le economie europee; in seconda battuta cercherò di trovare le cause che hanno portato ad un periodo protratto di profonda crisi; infine condurrò un'indagine su tali contesti, per capire quali possano essere considerati i fattori causa della nascita e del prolungamento della crisi in Europa.

4.1 - Analisi di un caso: la recessione europea

Forse, a questo punto, non risulterà più così stravagante se, per l'ennesima volta, la mia analisi nasca dallo studio di una bolla. In particolare, in questo caso faccio riferimento alla *IT Bubble*. In essa, tra il 1995 e il 2000, i prezzi azionari subirono in media dei forti rialzi, principalmente supportati da una crescita esponenziale del valore delle azioni della "*dot-com*" companies. È necessario, a questo punto, per analizzare bene l'evento, fare nuovamente un po' di storia.

Il periodo tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta può essere considerato un vero *turning-point* nella storia dell'umanità. Il concetto di rete (*Internet*) ha delle origini ben lontane dal periodo dello scoppio della bolla, difatti nei primi anni settanta una rete già esisteva, anche se aveva una natura principalmente pubblica ed assai ristretta (uso militare/governativo). Negli anni ottanta furono create varie reti e si apportarono grandi miglioramenti alle prestazioni del computer, ma il vero cambiamento, appunto il *turning-point*, si ebbe a cavallo tra gli anni ottanta e novanta. In quel periodo (1986) nasce NSFNet, rete di ricerca negli Stati Uniti, la quale fa aumentare l'utilizzo di Internet da poco più di 1.000 utenti a

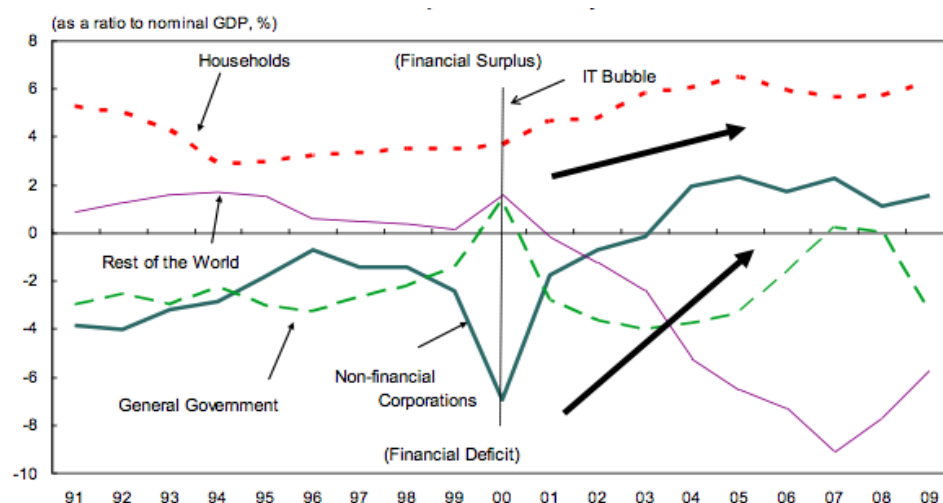
ben 300.000. Nel 1990 nasce Internet, dalla trasformazione di ARPANET. Nel 1991 NSFNet sviluppa degli Internet *providers* privati per poi, poco dopo, permettere l'accesso dei privati alla rete, e contestualmente nello stesso anno nasce anche il primo sito Web. Nel 1992 viene creato il protocollo HTTP (WWW) e successivamente nel 1995 Microsoft e Netscape mettono sul mercato rispettivamente Internet Explorer e Navigator.

Dal 1995 in poi tale crescita diventò inarrestabile, portando all'euforia tutto il settore *high-tech* e in generale qualunque *internet-related market*. In tale entusiasmo ogni impresa, al momento della scelta del suo nome, cercava in qualsiasi modo di inserire un "*dot-com*" all'interno, dato che solamente tale nome avrebbe garantito una maggiore visibilità e "credibilità". Quest'euforia portò, come al solito, a non basare più le proprie prospettive e i propri investimenti su solidi riscontri "sanamente" economici, ma solo sull'idea che quel momento, dove tutti compravano, finanziavano, e investivano felicemente in ogni impresa "*dot-com*", non sarebbe mai finito. Se sono riuscito anche solo a far passare l'1% di quello che volevo spiegare tramite questo mio lavoro, dovrebbe essere ormai chiaro che tale sentiero era basato su delle "fantasie". Il caso "pessimistico", nuovamente, non fu preso in considerazione seriamente neanche alla lontana, almeno fino a quando, come è inevitabile, la bolla non scoppiò.

L'obiettivo del capitolo non vuole essere quello di descrivere la *IT Bubble*, bensì di mostrare ancora un volta come il paradigma, più volte sottolineato nel testo, *deleveraging*-mondo sottosopra-AD positivamente inclinata-inefficacia delle politiche tradizionali, si può nuovamente utilizzare per spiegare un ulteriore fenomeno di recessione, seppur stavolta il suo uso risulterà differente da quelli precedenti.

In Europa uno dei paesi più colpiti da tale scoppio è stata la Germania, scoppio che la fece entrare dalla porta principale in quel fenomeno che Koo ha ormai consacrato con il nome di *balance-sheet-recession*. Dal momento che la trattazione di questo argomento è stata già effettuata nel precedente capitolo (3.2), non mi soffermerò sulla spiegazione di tale evento. Le imprese tedesche si trovarono esattamente, come quelle giapponesi durante la Grande Recessione, ad avere uno stato patrimoniale caratterizzato dalla seguente semplice disequazione: Attività – Passività < 0. Anche se il valore negativo di questa disequazione non è di certo paragonabile a quello del caso giapponese, ciò non toglie che le implicazioni saranno le stesse: *debt-minimization*. Il grafico 25 mostra come gli agenti economici tedeschi si siano

comportati, e risulta evidente come questo comportamento si sposi alla perfezione con l'ipotesi di *debt-minimization*.



Sources: Deutsche Bundesbank, Federal Statistical Office Germany

Note: The assumption of Treuhand agency's debt by the Redemption Fund for Inherited Liabilities in 1995 is adjusted.

Grafico n. 25

Il grafico è molto semplice da leggere: ogni punto al di sopra della linea zero denota che gli operatori di riferimento stanno risparmiando (*financial surplus*), viceversa che i sottostanti agenti economici stanno prendendo a prestito (*financial deficit*). È indirettamente evidente come l'anno 2000 sia il punto di scoppio della bolla. Fino a quel momento l'entusiasmo pompato dalla bolla nella testa degli agenti economici aveva portato la maggior parte delle imprese *internet-related* a fare ingenti, nuovi o espansivi investimenti supportandoli almeno in parte tramite capitale di debito. Non appena la bolla scoppiò il trend cambiò segno fino a portare l'intero aggregato delle imprese nella parte sopra lo zero del grafico, trasferendo così le imprese dal loro consueto ruolo di netti investitori a quello di netti risparmiatori. Anche qui, appunto, la minimizzazione del debito prese il posto alla massimizzazione del profitto. Tale situazione causò forti conseguenze, creando anche importanti pressioni sul tasso di disoccupazione al rialzo e al ribasso sul PIL, come risulta evidente dai grafici 26³⁸ e 27³⁹.

³⁸ Fonte dati OECD, grafico elaborato da Simon Wren-Lewis, blog "mainly macro"

³⁹ Fonte Deutsche Bundesbank

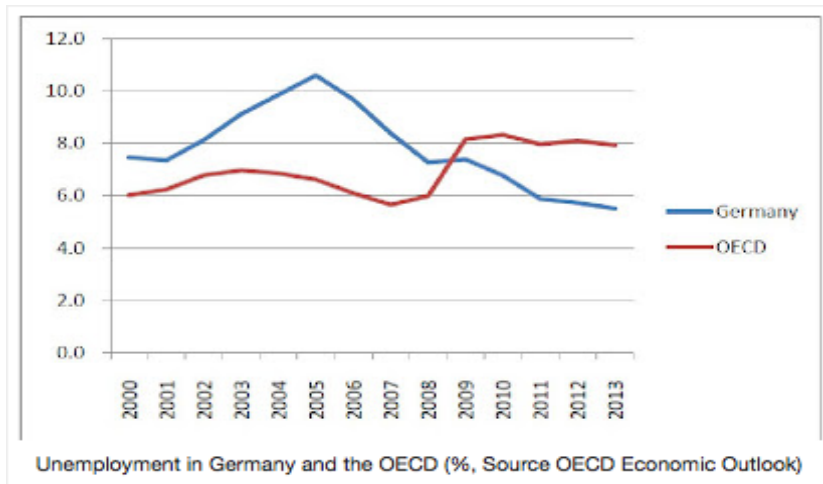
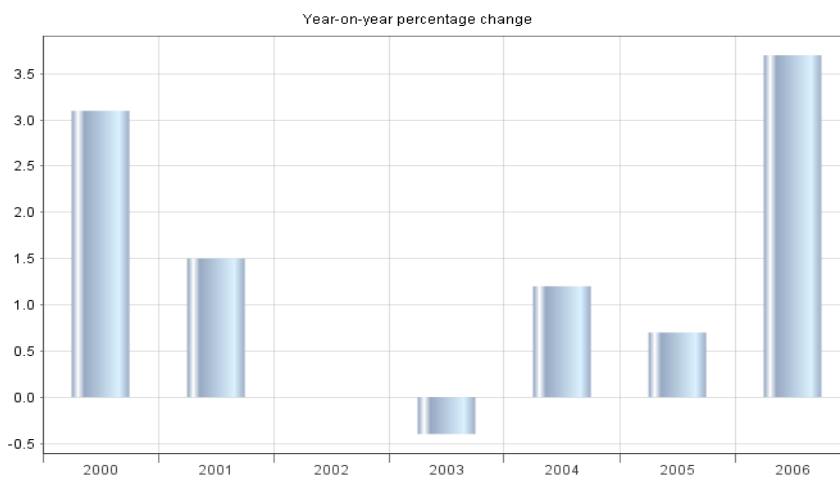


Grafico n 26



Deutsche Bundesbank

Grafico n 27

La BCE per cercare di sostenere la Germania partì con una serie di interventi di stimolo all'economia, per stimolare il mercato del credito. Ovviamente la BCE se decide di portare avanti una politica espansiva per tentare di risolvere una crisi in un paese, automaticamente, come è inevitabile in un'unione monetaria, tali politiche andranno anche a stimolare gli altri paesi parte dell'unione. In particolare tra il 2001 e il 2004 la Germania aveva un settore privato caratterizzato proprio dall'avversione al debito, più volte descritta da Koo nei suoi libri, ma il fatto che questa avversione non era ben radicata in tutti i paesi dell'Unione è di centrale importanza. Abbiamo già visto che meri interventi di politica monetaria espansiva per stimolare un paese avverso completamente al debito, o stimolare l'offerta quando ci sono problemi di domanda, non può portare al risultato sperato. Il grafico n. 28 traccia l'andamento del tasso BCE e rende evidente l'intervento della Banca Centrale Europea sui tassi nel periodo di interesse.

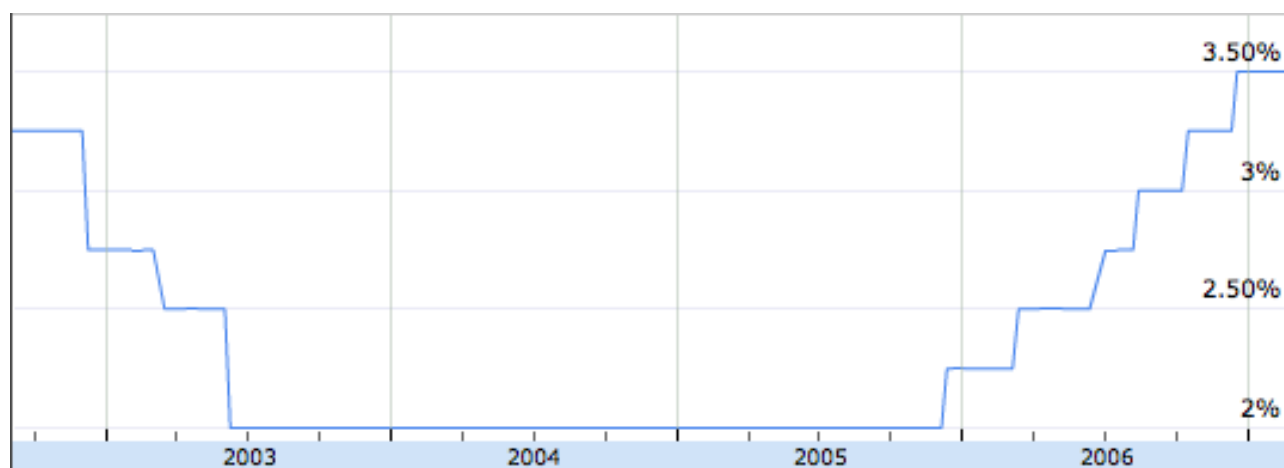


Grafico n 28

Tale operazione non ebbe l'effetto espansivo sperato in Germania, almeno fino a quando il settore privato non risolse i suoi problemi, ossia dal 2006 in poi, come risulta evidente se si torna per un attimo ai grafici n 26 e 27. Ma come reagirono i paesi limitrofi a tale intervento? Spagna, Francia e Italia, e non solo, erano dei paesi in crescita, chi più chi meno, i quali non avevano subito un pesante colpo dallo scoppio della *IT Bubble*. Come è normale che sia, paesi in cui il settore privato si comporta come "si deve", mirando alla massimizzazione dei profitti, poiché privo di alcun tipo di avversione al debito, reagiscono immediatamente a delle forti pressioni al ribasso dei tassi di interesse, portando a forti espansioni sia sul lato degli investimenti sia dal lato dei prezzi degli *assets*. Per mostrare tali risultati, ancora una volta prenderemo a riferimento il livello dei prezzi del mercato immobiliare, in particolare il prezzo delle case. Il grafico n. 29, estratto dalla Nota del Centro Studi Confindustria del 1 settembre 2012, mostra come reagì il prezzo delle abitazioni nei paesi limitrofi alla Germania; anche il grafico n. 30, estratto dalla presentazione "*Balance Sheet Recession and the Future of Central Banks*" effettuata da Richard Koo presso l'INET (*The Institute for New Economic Thinking*) nell'Aprile del 2013, offre visivamente gli stessi contenuti, aggiungendo però altri confronti, in particolare quello con la bolla scoppiata negli anni novanta in Giappone.

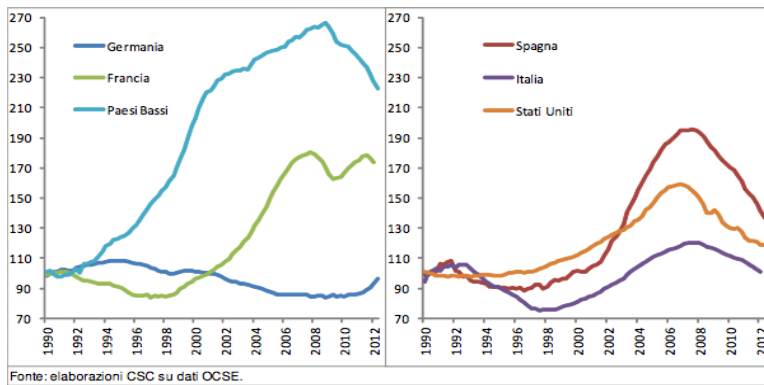


Grafico n. 29

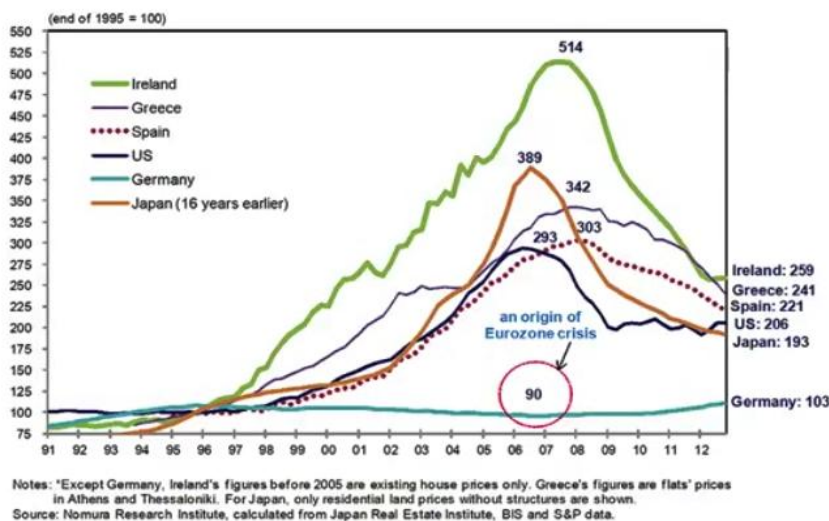


Grafico n. 30

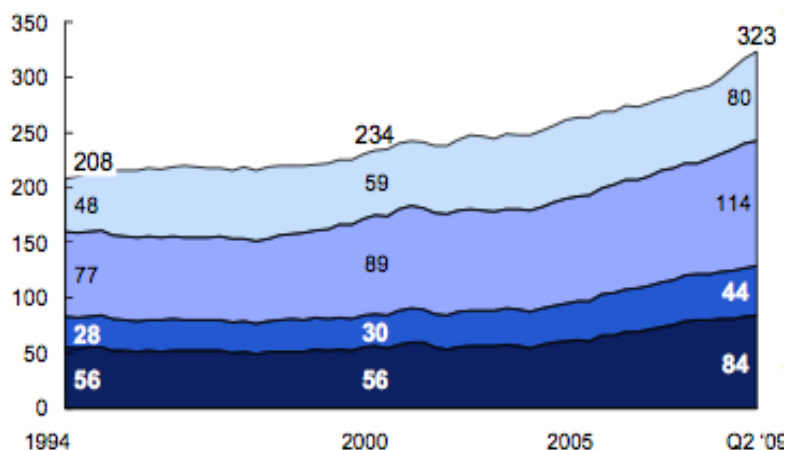
Queste immagini sembrano affermare che la BCE, nel combattere una bolla, creò involontariamente un'altra bolla, e in realtà è proprio quello che è successo. L'accesso al credito, con tassi di interesse dimezzati, risultava certamente più agevole, di conseguenza si verificò un'accelerazione della crescita del prezzo delle abitazioni, particolarmente nei Paesi Bassi, Irlanda, Grecia e Spagna. Il fatto che questa crescita improvvisa sia stata causata da tale intervento non è certamente facile da dimostrare, ma certamente l'aggregato monetario "*loans to private sector*" ne è una prova⁴⁰.

Agli inizi del 2004 il tasso di crescita dei "*loans to private sector*" si assestava sul 5.5%. Esattamente un anno dopo il tasso mostrava il 7.1%, nel gennaio del 2006 l'8.4%, per poi aumentare nuovamente all'inizio del 2007 al 10.8%. Se poi si va a vedere ancora più nello specifico si può notare che questa crescita è stata soprattutto sostenuta dalla crescita del credito concesso ai privati per l'acquisto di

⁴⁰ I seguenti dati hanno come fonte la BCE

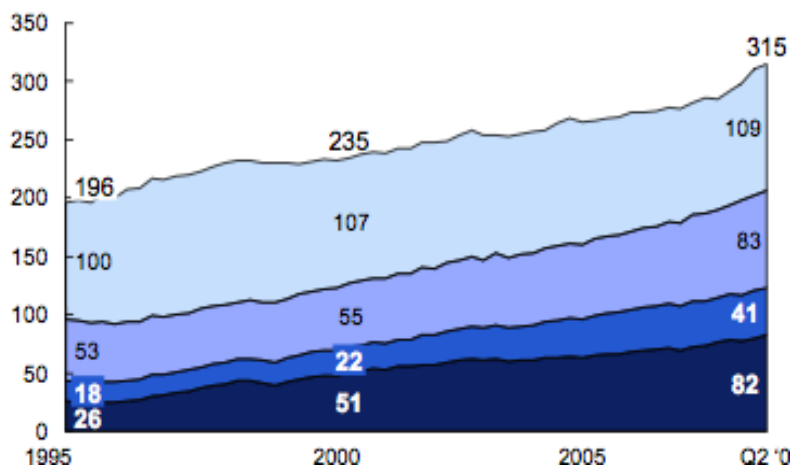
abitazioni. Infatti, anche quando agli inizi del 2005, ancora si registrava in media un calo della crescita dei prestiti alle imprese, questo calo fu più che compensato a livello complessivo dalla crescita del credito concesso per l'acquisto di abitazioni. Quest'ultimo difatti nel 2005 subì un altro aumento, a livello di tasso di crescita, fino a stabilizzarsi in quell'anno intorno all' 8%, per poi crescere maggiormente nel 2006, 2007 toccando rispettivamente quota 10% e 12%. Una domanda che si potrebbe fare a questo punto è la seguente: "Perché i grafici n. 29 e n. 30 mostrano un aumento dei prezzi della case un po' ovunque tranne che in Germania?" Mi scuso per l'ennesima ripetizione, ma il motivo è sempre quello: il settore privato tedesco, o se vogliamo la domanda di prestiti/moneta, era sordo ad ogni riduzione dei tassi di interesse. In questo modo si crearono le basi per un forte squilibrio, in termini di stabilità (esposizione a rischio crisi), tra i paesi in cui tali bolle immobiliari si verificarono e la Germania, unico paese immune a questi eventi. Tale gap, nel presente paragrafo, vuole essere preso come una delle cause che hanno portato i paesi periferici dell'Unione Monetaria a subire maggiormente il successivo scoppio della crisi finanziaria statunitense. I seguenti quattro grafici⁴¹ possono essere utili in tal senso.

France debt¹ by sector,² 1994-Q2 2009
% of GDP

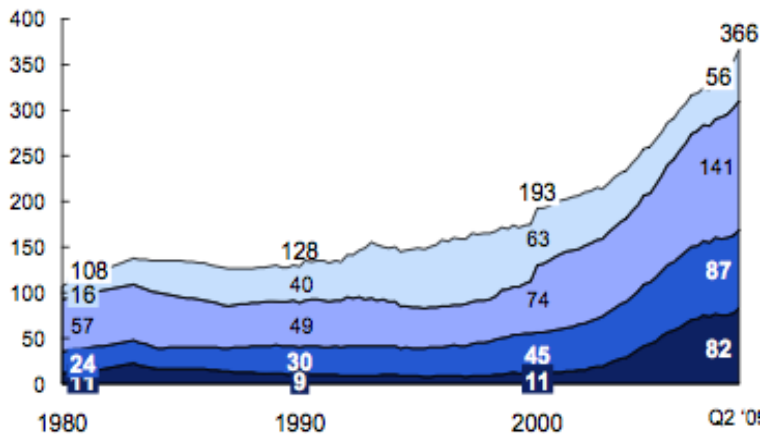


⁴¹ Fonte McKinsey Global Institute

Italy debt¹ by sector,² 1995-Q2 2009
% of GDP



Spain debt¹ by sector, 1980-Q2 2009
% of GDP

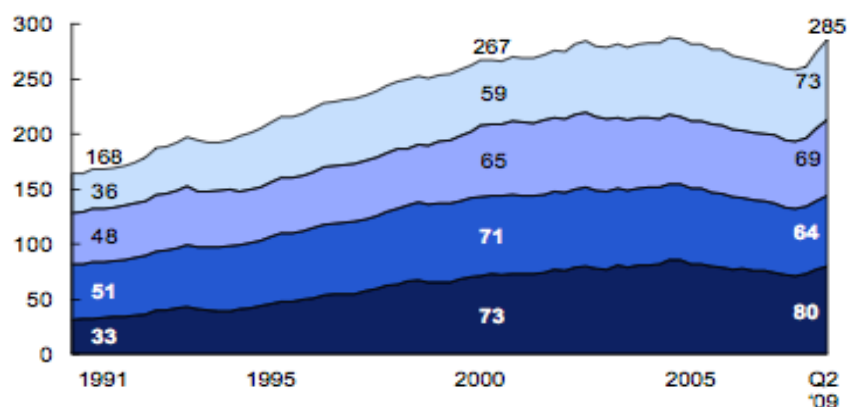


Ognuno di essi mostra l'andamento del livello del debito per ogni aggregato, ai quali viene assegnato un colore corrispondente per una più semplice lettura. In ordine crescente per tonalità abbiamo rispettivamente il debito pubblico, delle imprese, delle *households* e delle istituzioni finanziarie. Soffermiamoci anche in questo caso sul settore privato. È possibile stilare una classifica tra tali paesi in termini di aumento del debito nel settore privato (tasso di crescita del debito). Prendendo a riferimento il periodo che va tra il 2000 e il 2009, ed effettuando gli opportuni calcoli, la classifica che viene fuori è la seguente:

- 1) Spagna: 93,33% (imprese); 90,54% (households)
- 2) Italia: 86,36% (households); 50,90% (imprese)
- 3) Francia: 46,66% (households); 28,08% (imprese)

In essa non è presente ancora la Germania. Prendiamo ora in esame il grafico riguardante il contesto tedesco, il quale, se il filo logico presentato in precedenza ha qualcosa di veritiero, non dovrebbe mostrare alcun tipo di crescita del debito. Difatti è esattamente quello che è successo.

Germany debt¹ by sector,² 1991-Q2 2009
% of GDP



Il tasso di crescita “decennale” del debito in Germania che si è registrato per ogni aggregato è stato all’incirca nullo, e se ci riferiamo in particolare alle *households* osserviamo che esso è addirittura negativo. Un tale paese occuperebbe inevitabilmente l’ultimo posto non solo in questa classifica, ma in qualsiasi altra ipotetica classifica basata sul tasso di crescita del debito. Alla Germania tuttavia ricoprire l’ultimo posto in questa classifica ha consentito, e tuttora consente, di trovarsi al primo posto in altre, dove sarebbe decisamente più auspicabile ottenere il podio. Difatti se si dovesse stilare una classifica dei paesi che meno hanno sofferto la crisi otterremo la precedente classifica ma capovolta. Non è infatti un caso che la Spagna o l’Italia siano i paesi tra questi che più hanno subito lo scoppio della crisi finanziaria statunitense. In questi paesi si è creato un circolo vizioso che vede le sue radici negli squilibri appena elencati a causa delle bolle che si stavano espandendo. Nel precedente capitolo abbiamo visto come in realtà ogni bolla sia un fenomeno endogeno, per il quale non è necessario uno shock esterno per lo scoppio, seppur è sufficiente. In questo caso l’esplosione della crisi finanziaria statunitense fu lo shock non necessario ma sufficiente a far esplodere le bolle verificatesi nei vari paesi citati. In essi la situazione divenne presto critica, specialmente a causa di un clima di incertezza e del forte calo dei prezzi subito dagli *assets*, ai quali, se aggiungiamo l’elevato e rapido accumulo di debito sostenuto per diversi anni, sia a livello privato

che a livello pubblico, otteniamo essenzialmente le caratteristiche alla base di tutte le “*balance sheet recession*” analizzate nel corso del lavoro, anche se con una differenza sostanziale. Quale? L’Europa è in gran parte composta da paesi che adottano la stessa valuta, ed è un’area di libero scambio e circolazione dei capitali. Sembra un qualcosa di non rilevante alla luce dell’analisi che stiamo conducendo in questa sede, ma in realtà è di fondamentale importanza. Abbiamo visto come in Giappone durante i quindici anni che vanno dal 1990 al 2005 si sia del tutto persa la figura del prestatore a prestito, rimanendo in vita solo la figura del risparmiatore. Abbiamo anche visto come tutto il settore privato, con nessuna eccezione, era ben concentrato nelle sue operazioni di *debt minimization*, pertanto un modo per poter “assecondare” una così ampia mole di risparmi effettivi e potenziali furono le emissioni di titoli governativi, e a loro volta i fondi derivanti da tali emissioni furono utilizzati per tenere a galla l’economia (semplificando all’osso la questione). In Europa, seppur la situazione che si era venuta a creare era abbastanza simile a quella giapponese, la reazione non fu la stessa, o meglio tecnicamente fu la stessa ma con una profonda differenza. In Giappone i risparmi creatisi, come già detto, furono convogliati principalmente nei titoli di stato giapponesi e non in titoli emessi da altri stati, poiché molti fattori, dal semplice cambio di valuta ai vincoli alla circolazione dei capitali, fecero da freno in tal senso. In Europa, dal momento che non sono presenti fattori a fare da freno a investimenti negli altri paesi dell’Unione, questo blocco non si è verificato, e il gap creatosi tra i “paesi-bolla” e la Germania ha fatto il resto. Ogni risparmiatore quando giunse il momento di scegliere dove mettere i propri risparmi, se nelle mani della sufficientemente affidabile Germania o nella mani delle instabili Italia, Spagna, Irlanda (ecc), non ebbe alcun dubbio, dubbio che inoltre non è stato intaccato minimamente, anche grazie alla mancanza di alcun tipo di vincolo alla circolazione dei capitali, o di un determinato tetto minimo e massimo alla vendita e acquisto di determinati titoli, e alla presenza di una moneta unica, il che equivale a dire zero rischio di cambio. Questi ampi movimenti di capitali gonfiarono l’ormai celeberrimo *spread* tra i titoli di stato di vari paesi e i Bund, conducendo molte economie, in primis quelle di Spagna e Italia, vicino all’insostenibilità del debito nazionale, problema che minò maggiormente la stabilità di tali paesi, ne esasperò le incertezze e le paure, attivando in tal modo anche un serio e prolungato intervento delle agenzie di rating, le quali declassarono il debito pubblico, ad esempio, italiano dal livello ‘AAA’ fino all’attuale livello ‘BBB’ (ultimo taglio avvenuto il 9 luglio 2013 con

aggiuntivo *out look* negativo). Tali interventi non solo contribuirono a minare maggiormente la stabilità economica dei paesi ed a esasperare le incertezze e le paure, ma portarono molte nazioni in quella che io definisco “Trappola Artificiale”. Di tale trappola parleremo nel seguente paragrafo e, non potendo effettuare in tale sede un esame comprendente tutte le nazioni colpite da questo “avvenimento”, focalizzerò la mia attenzione sui riscontri italiani analizzando in particolare le varie conseguenze a livello macroeconomico.

4.2 - Il contesto italiano

4.2.1 - Il concetto di “Trappola Artificiale”

Il concetto di “Trappola Artificiale” si discosta dal classico caso di trappola macroeconomica, intesa in termini Keynesiani. Quest’ultima è definibile come una “Trappola Naturale”, dal momento che l’economia è in trappola a causa di fattori interni che rendono impossibile l’uscita da tale condizione. Un classico esempio è quello che per buona parte della tesi ho analizzato e che si riferisce prettamente a casi in cui la politica monetaria ha le mani legate, e non può nulla nello smuovere un paese da situazioni economiche stagnanti, dal momento che essa essenzialmente si trova a dover condizionare una curva degli investimenti anelastica e una curva AA piatta. Le ragioni alla base di questa impossibilità d’intervento sono squisitamente “naturali”: un tasso di interesse nominale non può essere negativo. Un’economia in una “Trappola Artificiale”, invece, non ha vie di uscita, non perché non esistano strade per uscire, ma perché tali strade sono, per motivi esogeni, non percorribili. Come motivi esogeni vanno intesi tutti quei fattori imposti dall’esterno che non sono pertanto definibili come interni all’economia stessa, come appunto può essere l’impossibilità di rendere un tasso di interesse nominale negativo. Nel seguente paragrafo la mia attenzione si concentrerà su due punti: il primo, riunire tutti i fattori che hanno causato all’Italia l’impossibilità di uscita dalla crisi; il secondo, riuscire a collocare l’Italia in uno dei due casi di trappola.

4.2.2 - A Colloquio con il Presidente Giuliano Amato: “l’Italia in un collo di bottiglia”

Nel paragrafo (4.1) si è giunti indirettamente ad affermare che proprio alcune caratteristiche dell’UE hanno contribuito a disperdere i problemi di un paese al di fuori delle mura nazionali e creare le alte instabilità e squilibri che poi, al momento dello scoppio della crisi finanziaria statunitense, divennero ben presto incolmabili. Seppur arrivando a tali conclusioni attraverso una lettura di altra natura, anche il Presidente Giuliano Amato afferma che l’attuale situazione italiana, e non solo, è proprio dovuta alle caratteristiche e alla struttura dell’UE. Egli sostiene che l’Italia si sia inserita “in un collo di bottiglia”, che è esattamente quello in cui sono stati messi l’euro e i paesi dell’euro zona. Uno dei motivi principali per il Presidente è il non aver dotato l’UE di quella *fiscal capacity* che può permettere di fare politiche espansive, dal momento che la scelta di Maastricht fu quella sia di una politica monetaria “single” sia di politiche fiscali “multiple”. Con il Trattato si è scelto solo un coordinamento di politiche nazionali attraverso la condivisione di standard da seguire per i bilanci nazionali, creando così una moneta unica che poggia su questi ultimi e non su un bilancio federale sovranazionale. Per Amato c’è bisogno di un processo di crescita per l’Europa, che parta dall’attuale unione monetaria per poi muoversi su quella fiscale e politica. La politica monetaria senza un’unione fiscale può far ben poco da sola, anche se in momenti di profonda crisi, quando in sostanza i mercati bancari tendono a “auto rinazionalizzarsi”, l’unione bancaria e monetaria può riattivare un circuito di liquidità a livello europeo che può in qualche modo contrastare un processo implosivo. Un processo di maggiore *fiscal capacity* poi però dovrebbe comprendere anche un processo d’integrazione politica, ossia la creazione di un governo sovranazionale. Il problema principale per il Presidente è che ci sono troppi sentimenti opposti nelle opinioni pubbliche nazionali, le quali sono spesso contrarie ad un tale processo (in tal caso riferendosi in particolar modo ai paesi del centro/nord Europa). Tali opinioni creano ostilità contro la visione di un’Europa “del domani” più integrata; idea che non viene bene accolta, poiché, come il Presidente dice, “se gli proponi un’Europa con maggiore integrazione in termini di efficienza, gli stai proponendo *more*, ma loro capiscono *more of the same*”.

Inoltre per il Presidente una delle cause dell’attuale situazione in Europa forse è anche da ritrovare nella formulazione del Trattato. Tale affermazione mi ha servito un

assist nel poter chiedere in modo più specifico quali fossero gli aspetti per Lui “negativi”, e, in particolare, se ritenesse gli standard stabiliti nel Trattato (3% rapporto deficit Pil; 60% debito Pil) come uno dei fattori che hanno reso molto più complicata l’uscita dell’Italia dalla crisi. Per il Presidente il problema non è rappresentato dai parametri di per sé, ma dal modo in cui sono gestiti: dicendo questo alludeva in particolare alla rigidità dei parametri, sia a livello di composizione sia a livello dinamico. Per rigidità a livello di composizione alludeva ad alcune voci che non necessariamente dovrebbero essere considerate nel 3%, in particolare riferendosi alle spese d’investimento; per rigidità a livello dinamico si riferiva, pur considerando “equi” tali parametri, alla mancata capacità di definire dei “qualora” che possano permettere delle eccezioni in casi di forte recessione o trappole macroeconomiche, dove l’unico modo restante per uscire sono politiche fiscali espansive, idee che si riallacciano benissimo con la maggior parte delle conclusioni dei precedenti capitoli. Difatti se questi parametri non fossero stati così vincolanti, la Germania avrebbe avuto uno spazio più elastico per agire a livello fiscale e magari prevenire l’intervento espansionistico della BCE e di conseguenza le bolle venutesi a creare nei vari paesi dell’UE.

Parlando con il Presidente abbiamo affrontato anche il discorso riguardo le caratteristiche della BCE, analizzando gli aspetti positivi e “negativi” che rendono profondamente diverse la natura e la funzione della BCE rispetto a quella analoga, per certi versi, della Fed. Infatti la BCE pur avendo il potere di intervenire a livello monetario, attraverso le classiche operazioni di mercato aperto, se paragonata alla Fed, da un tale confronto con le imponenti e drastiche operazioni di *quantitative easing* americane uscirebbe profondamente “sconfitta”. La BCE infatti nel definire come suo obiettivo primario la stabilità dei prezzi e un tasso di inflazione di circa il 2%, si è sostanzialmente auto limitata in operazioni di carattere espansivo, spesso condotti attraverso acquisti minimi di attività finanziarie senza arrivare mai ad emettere nuova moneta, ma al massimo utilizzando aste di liquidità⁴². In tal modo la BCE finisce per essere, come il Presidente la definisce, “prigioniera della logica complessiva di Maastricht”.

⁴² : Anche se dal 2011, sotto la presidenza di Mario Draghi, si è visto un leggero cambiamento nelle impostazioni di sostegno all’economia, attraverso le nuove operazioni di LTRO (*long term refinancing operation*). che in qualche modo sono più simili per misura e sostanza agli interventi americani; bisogna comunque tener presente che tali operazioni non sono state ben viste da tutti i paesi facenti parte dell’UE, uno su tutti la Germania

Tenuti in considerazione i forti vincoli dell'euro, ossia bassi livelli possibili di deficit, debito e inflazione, alcuni sostengono la convenienza, in termini di efficacia in termini di risposta alla crisi, dell'uscita dall'euro da parte dell'Italia. Di fronte a tali proposte forte e colorita è stata la disapprovazione del Presidente Amato, chiarendo tale dissenso con le seguenti parole "non avendola mai perduta la sovranità monetaria è una risorsa, avendola conferita alla moneta comune non è più possibile tornare indietro, dal momento che o si va avanti o se si fa marcia indietro si rimane stritolati nel collo di bottiglia". Pur snobbando una tale ipotesi il Presidente ha affermato di avere già preso in considerazione degli eventuali scenari europei, in particolare ritenendo più credibile e realizzabile una divisione della zona euro in due zone, costituite da paesi aventi caratteristiche alquanto simili o per lo meno convergenti. Per il Presidente tale opzione consisterebbe nel effettuare un passo indietro concertato, non auspicabile ma di certo più gestibile di uscite individuali. Sono in perfetta sintonia con la convinzione sostenuta dal Presidente Amato, infatti coloro che vedono l'uscita dell'Italia dall'Unione Monetaria come l'ultima arma rimasta a disposizione per il superamento dell'attuale crisi, sottovalutano alcuni effetti controproducenti che questa operazione comporterebbe. In particolare chi sostiene questo scenario basa la propria convinzione sulla naturale svalutazione della "nuova lira". Ipotesi definibile però quantomeno azzardata per un paese come l'Italia che ha scarsa disponibilità di m.p. minerarie e praticamente nulla a livello energetico. Ciò rende l'Italia un paese molto dipendente dalle importazioni. Pertanto la svalutazione favorirebbe le esportazioni garantendo una buona ripresa economica nel breve, ma tale vantaggio competitivo a livello di prezzo svanirebbe nel lungo periodo, o meglio non appena saranno finite le materie prime, semilavorati e prodotti finiti già stoccati, il vantaggio di prezzo/valuta sarebbe ben più che eliminato da uno svantaggio di costo, poiché molto dei fattori di produzione provenienti inevitabilmente dall'estero a quel punto sarebbero decisamente molto più costosi.

Nell'analizzare il quadro europeo e mondiale di riferimento alla crisi, il Presidente Amato ha comunque infine tenuto a sottolineare anche gli aspetti negativi e le responsabilità della politica italiana in rapporto alle scelte operate dalla politica italiana soprattutto negli ultimi 15 anni. Per il Presidente l'unico vantaggio che è stato messo a frutto, sebbene solo in un primo periodo, è stato quello di aver sfruttato i bassi tassi di interesse ottenuti con l'entrata nell'euro, che ci hanno così permesso di pagare interessi molto più bassi sul debito, di ridurlo anche in maniera molto visibile

senza fare null'altro. Quando poi i tempi cambiarono, quando i mercati hanno cominciato a considerare il merito di credito di ciascun paese, e gli *spread* sono ripartiti l'Italia si è ritrovata con una spesa al netto degli interessi che non era diminuita come avrebbe dovuto, un PIL che cresceva leggermente e una spesa per interessi tornata a crescere. Le riforme che sarebbero state necessarie non sono state realizzate, ad eccezione del lavoro svolto nel campo delle pensioni con l'ultimo intervento del Ministro Fornero, durante il governo Monti. Per il Presidente in ogni altro settore non stati realizzati degli interventi risolutivi in campi di primaria importanza come il lavoro e la pubblica amministrazione, dove le inefficienze rappresentano "la vera palla al piede della produttività".

In considerazione di quanto sopra esposto, e tenuto conto delle definizioni delle tipologie di trappola da me in precedenza ipotizzate, mi pare accertato che un paese che si trova a dover affrontare i seguenti fattori:

- 1) Impossibilità di *deficit spending*, a causa dell'elevato debito accumulato, delle forti pressioni fatte dalle agenzie di rating. e i rigidi standard del Trattato
- 2) Impossibilità di effettuare politiche monetarie espansive a causa della mancanza di una politica monetaria indipendente
- 3) Impossibilità di effettuare politiche espansive a livello europeo per la mancanza di un governo "federale"
- 4) Impossibilità di effettuare massicce politiche monetarie espansive a causa della presenza dell'obiettivo primario esplicito stabilito dalla BCE di bassa inflazione (2%) e stabilità dei prezzi

è certamente "intrappolato" in una crisi artificiale, dove ogni politica ipoteticamente di *first best* può essere al massimo sostituita da una di *second best* e dove un qualsiasi spazio di manovra è impedito per costruzione.

Il Presidente mi ha poi congedato con una domanda retorica, che a mia volta mi limito a trascrivere conscio che la risposta sia già presente nella domanda: " in una fase di recessione pesano di più le misure di austerità che abbiamo dovuto adottare e gli effetti ciclici che questi portano con sé, o pesa di più la stagnazione delle produttività del paese che dura da venti anni e che quindi davanti alla recessione lo abbatte molto di più di quanto accada per altri?"

Appendice al capitolo 4: le domande al Presidente Giuliano

Amato

In tale appendice fornisco in versione integrale le domande rivolte al Presidente Amato, sulla base delle quali ho impostato essenzialmente il confronto e le cui risposte sono state riportate

1) Secondo lei per rimettere in piedi un'economia che per troppo tempo ha affrontato un calo dei consumi, investimenti, e la disintegrazione della figura del prestatore a prestito con il conseguente congelamento del sistema bancario, è e sarebbe ottimale l'implementazione di una catena di interventi il cui primo anello consiste nel pompare un ampio quantitativo di liquidità nel sistema bancario, il cui secondo anello è formato dall'acquisto di *government bonds* da parte dello stesso per finanziare un ampliamento della spesa pubblica, la quale, terzo e ultimo anello, sostituendosi alla figura del *borrower*, sorreggerebbe l'attivo delle banche commerciali, e sostituendosi agli investitori andrebbe a sostenere l'intero sistema economico?

2) Ritiene che il caso attuale americano si sarebbe "risolto" attraverso l'effettuazione di questa politica di sostegno incentrata su tale collaborazione tra politica monetaria e politica fiscale, oppure che prevalga la superiorità di una politica monetaria espansiva, come economisti del calibro di Milton Friedman e Ben Bernanke hanno affermato in passato, sostenendo che se anche la situazione dovesse passare da negativa a disastrosa, comunque è pur sempre possibile ricorrere alla "tecnica" dell'*Helicopter money drop*?

3) L'Italia è inseribile nel quadro economico, che in un'ottica di *deleveraging shock*, ha accomunato Giappone e gli USA, oppure la recessione italiana è di altra natura?

4) Ritiene che il caso Spread Italia Germania, le forti pressioni delle agenzie di rating e l'alto debito accumulato negli ultimi anni, siano stati dei forti vincoli che hanno impedito una più rapida ripresa economica, condizionando le scelte del governo quasi forzato all'implementazione di scelte di *second best* piuttosto che di *first best*?

5) Con un debito così elevato, come appena detto, per il paese Italia diventa realmente complicato far leva su una politica fiscale espansiva, se aggiungiamo il fatto che l'Italia non gode nemmeno di una politica monetaria indipendente, il quadro che ne esce fuori, se vuole in maniera un po' provocatoria, vede al suo interno un'Italia disarmata. È condivisibile tale pensiero?

6) Alcuni vedono o hanno ritenuto l'uscita dall'Unione Monetaria l'ultima arma rimasta all'Italia, ossia la reintroduzione di una moneta propria che permetterebbe così di rigodere di una simmetria tra politica monetaria e fiscale, e in particolare l'utilizzo di una politica commerciale o meglio la naturale svalutazione della "nuova lira". Per quanto mi riguarda potrebbe risultare una mossa abbastanza azzardata, sia a livello di credibilità dell'operazione, sia perché per un paese molto dipendente dalle importazioni di materie prime specialmente a livello energetico difficilmente nel lungo periodo potrebbe trarne dei vantaggi a livello di importazioni ed esportazioni. Condividi questo mio dissenso o ritiene che una tale scelta possa invece essere una soluzione?

7) Unione monetaria, unione fiscale, unione politica. È questo il climax auspicabile per l'Europa al fine di stabilizzare degli squilibri interni in questo momento inevitabili?

8) Ritiene che il Trattato di Maastricht sia eccessivamente rigido? Mi riferisco ai ferrei rapporti del 3% e 60% da rispettare sempre e comunque, anche in casi fortemente recessivi come quelli attuali.

9) La crisi attuale dell'Euro Zona è certamente figlia della crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti nel 2007, ma per alcuni economisti la BCE e lo stesso Trattato di Maastricht in qualche modo hanno fornito delle solide basi per l'amplificazione della recessione. Cosa pensa di tale affermazione?

Conclusioni

La trappola della liquidità è un fenomeno che come abbiamo ampiamente visto, alla luce dei vari filoni di pensiero e modelli analizzati, può comportare tante complicazioni a livello economico, sociale e psicologico. Esse sono generate da *shocks* catastrofici, come l'impossibilità di rivendita dell'*assets* sui mercati secondari, oppure dei disturbi che condizionano direttamente gli intermediari finanziari. In particolare mi sono interessato di economie che cadono in una trappola della liquidità a causa di un *deleveraging shock*, a sua volta dovuto dallo scoppio di una bolla, i cui effetti inizialmente portano all'azzeramento del moltiplicatore monetario ($MS/MB \rightarrow 0$), conducendo a forti pressioni deflazionistiche, che si evolvono nel congelamento del sistema bancario, dal lato dei "*lenders*", le banche, o dal lato dei *borrowers*, famiglie e imprese, portando così, a livello aggregato, ad una riduzione dei consumi e degli investimenti, che dà il via ad un prorompente circolo vizioso, contraddistinto da un'aggiuntiva riduzione dei consumi, nuove pressioni deflazionistiche ed un ulteriore "dimagrimento" del sistema bancario.

L'intento di questo mio elaborato, oltre alla mera descrizione del fenomeno, non è stato quello di consacrare la netta superiorità di una politica rispetto ad un'altra. Come già affermato nell'introduzione del terzo capitolo, e come spero risulti evidente a questo punto, non esiste una politica economica che sia ottimale in maniera assoluta e che possa essere la soluzione ad ogni problema. Ogni ambiente economico è formato da variabili e fattori che ogni volta sono diversi tra loro. Anche ambiti riconducibili ad un quadro recessivo "standard", possono nascere per motivi diversi, avere svolgimenti differenti, pur avendo effetti sull'economia spesso simili. Abbiamo visto come per economie in cui osserviamo dei tassi di interesse positivi, ma con snelli rapporti tra sistema bancario e settore privato, una politica monetaria espansiva può rappresentare una realistica soluzione; abbiamo analizzato come per economie con tassi di interesse negativi e con un sistema bancario poco "vivace", l'*inflation targeting* e l'ignizione di liquidità nel settore privato o un consistente acquisto di attività da parte della banca centrale, consentirebbero l'aumento del valore degli *assets* sul mercato e un aumento dell'offerta di moneta; infine mi sono ampiamente soffermato sul caso di economie caratterizzate da tassi di interesse bloccati a quota zero e dalla scomparsa della figura del prestatore a prestito. In quest'ultimo caso abbiamo constatato come un cospicuo acquisto di attività e

l'ignizione di liquidità non porterebbe ai risultati sperati, essenzialmente a causa di un settore privato insensibile e sordo ad ogni tipo di stimolo.

Non bisogna poi dimenticare che la maggior parte delle politiche descritte nei vari capitoli sono soggette a problemi d'implementazione e "svantaggi relativi". Tali "ostacoli", di natura varia che vanno dai problemi sul lato operativo (impatto sui conti pubblici, prezzi ed tasso di inflazione) fino a problemi di tempistica (ritardi dell'iter legislativo, problema classicamente italiano), possono realmente rendere non percorribile una determinata politica, o rendere preferibile un intervento rispetto ad un altro.

Pertanto il compito più rilevante che devono svolgere Governo e Banche Centrali, in sintesi, è quello di analizzare e riconoscere prontamente le cause e le caratteristiche di ogni trend economico per poi saper collegare a tale analisi l'intervento adatto al netto degli svantaggi. Tale impostazione è esattamente quella che si è cercato proporre per tutto il lavoro, infatti ho tentato sempre di mostrare come al variare delle condizioni di base la stessa politica possa portare a risultati addirittura opposti.

Richard Koo nel suo *"The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons From Japan's Great Recession"* prova a stilare un quadro completo di un ciclo economico "tipo", composto da precisamente 10 fasi, per ognuna delle quali propone il giusto kit di interventi di politica economica da implementare.

Inserisco nuovamente il pensiero di Koo nelle conclusioni della mia tesi non perché voglio mettere in luce quanto io condivida il suo lavoro e i risultati della sua ricerca, pur essendo di questo avviso, ma poiché egli con la sua *"yin-yang cycle of bubble and Balance Sheet Recessions"* è l'economista che più di tutti dà l'impressione di aver capito quanto sia importante tenere a mente che non esiste e mai è esistito un determinato tipo di intervento economico "superiore" o "intoccabile", ma che al massimo esiste ed è esistita una giusta o sbagliata politica monetaria/fiscale: giusta se le condizioni economiche erano adatte per tale operazione o sbagliata se esse non erano consone alla sua implementazione.

Inoltre aspiravo, con il mio lavoro, a sottolineare come un qualsiasi evento di trappola della liquidità non sia insormontabile, bensì superabile. Essa, se riconducibile ed intesa come il risultato di un *deleveraging shock*, ci dà molte più ragioni per credere che sia solamente un fenomeno temporaneo, il quale svanirà non appena si riesca a tornare al nuovo livello massimo di debito sicuro, se vogliamo dirla alla Krugman e Eggertsson, o non appena le famiglie e le imprese siano riuscite a "pulire"

completamente i loro “patrimoni netti” e colmare il pesante gap formatosi tra attività e passività, se vogliamo dar voce all’impostazione di Koo. In fondo Koo, Eggertsson e Krugman ad oggi sembra stiano parlando la stessa lingua, pur usando termini diversi. Lo stesso Krugman, che pochi anni fa, insieme a B. Bernanke e altri economisti, innalzava la politica monetaria della BoJ ad unica via di uscita dalla Grande Recessione; celebre, in tal senso, l’intervento dell’attuale *Chairman* della Fed che gli ha garantito il soprannome di “Helicopter Ben”⁴³. Molti economisti hanno cominciato a prendere sul serio l’impostazione che vede la nascita delle recessioni odierne, e non solo, sotto un’ottica di *deleveraging shock*; tuttavia ancora alcuni economisti non hanno cambiato il loro modo di approcciare ed analizzare la situazione odierna in rapporto a tali fenomeni, o almeno considerarlo come una delle letture “possibili”, forse poiché troppo attaccati ad una casacca, Keynesiana monetarista o neoclassica che sia, che giunti a questo punto, non sembra più tanto attuale.

⁴³ Mi riferisco ad un suo discorso fatto il 21 novembre del 2002 al *National Economists Club* di Washington dove disse le seguenti parole: “Come l’oro, i dollari USA hanno valore solo fintanto che la quantità di cui si dispone è rigorosamente limitata. Ma il governo USA dispone di una tecnologia, chiamata macchina da stampa (o il suo equivalente elettronico) che gli consente di produrre tutti i dollari che vuole, essenzialmente senza incorrere in alcun costo”.

BIBLIOGRAFIA

Gauti B. Eggertsson e Paul Krugman (2012), "*Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*"

Guati B. Eggertsson e Paul Krugman (2012), "*Supplementary material to Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap*"

Gauti B. Eggertsson (2010b), "*The Paradox of Toil*", Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 433

Gauti B. Eggertsson, "*Liquidity Trap*"

Guati B. Eggertsson (2010), "*What fiscal policy is effective at zero interest rates?*", Federal Reserve Bank of New York

Matthew Denes, Gauti Eggertsson (2009), "*A Bayesian Approach to Estimating Tax and Spending Multipliers*", Federal Reserve Bank of New York

Jonathan I. Dinegel (2009), "*The basics of Dixit-Stiglitz lite*"

Irving Fisher (1932), "*Booms and Depressions*", New York: Adelphi Company

Irving Fisher (1933), "*Debt-Deflation Theory of Great Depressions*", *Econometrica*, Vol. 1, no. 4

Hull, "*Risk Management*" 3a ed, Cap. 6

Richard Koo (2003), "*Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*"

Richard Koo (2008) e riedizione dell' Aprile 2009, "*The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons From Japan's Great Recession*"

Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld e Marc J. Melitz (2012), "*Economia internazionale 2*", Milano-Torino: Pearson Italia, pp. 3-373

N. Gregory Mankiw e Mark P. Taylor (2011), "Macroeconomia", Bologna: Zanichelli Editore

Angus Massison (2007), "*Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD*"

Hyman P. Minsky (2008), [1st. Pub. 1986] "*Stabilizing an Unstable Economy*". McGraw-Hill Professional

Matteo Pignatti (2012), "I prezzi delle case in Italia sono ancora alti", Nota dal CSC 2012-10, Confindustria

J. Barkley Rosser, Marina V. Rosser, Mauro Gallegati (2012), "*A Minsky-Kindleberger perspective on the financial crisis*"

Anthony Saunders, Marica Millon Cornett, Mario Anolli e Barbara Alemanni (2011), "Economia degli Intermediari Finanziari", Milano: McGraw-Hill

Michael Woodford (2003), "*Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*", Princeton University Press, Cap. 1-2-3-4

Sitografia

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>

<http://www.bancaditalia.it/>

<http://www.boj.or.jp/en/>

<http://ineteconomics.org/>

<http://www.istat.it/it/>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

<http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Bundesbank/bundesbank.html>