

LUISS



Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di Economia Finanziaria Internazionale

## **La pandemia di COVID-19 nel modello dei cicli del debito**

Prof. Mauro Visaggio

---

RELATORE

Prof. Guido Traficante

---

CORRELATORE

Domenico Mosca – Matr. 716841

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021



# INDICE

## Introduzione

### Capitolo 1. Il modello deflazionistico dei grandi cicli del debito

#### 1.1 Il modello generale dei cicli del debito

- 1.1.1 Cicli di breve e di lungo periodo
- 1.1.2 Le 4 leve per gestire i *deleveraging*
- 1.1.3 Le 6 fasi dei *deleveraging* di lungo periodo

#### 1.2 *Deleveraging* deflazionistico

- 1.2.1 Fase di avvio del ciclo: credito in espansione
- 1.2.2 Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo
- 1.2.3 Fase di raggiungimento del massimo del Pil e dei mercati finanziari
- 1.2.4 Fase di depressione economica
  - 1.2.4.1 *Gli istituti di credito*
- 1.2.5 Governo e banca centrale: il contrasto della crisi
  - 1.2.5.1 *Austerity*
  - 1.2.5.2 *Monetizzazione del debito*
  - 1.2.5.3 *Ristrutturazione del debito*
  - 1.2.5.4 *Trasferimenti di ricchezza*
- 1.2.6 *Ugly and beautiful deleveraging*

### Capitolo 2. Il modello inflazionistico dei grandi cicli del debito

#### 2.1 Debiti denominati in valuta estera: deflazione o inflazione?

#### 2.2 *Deleveraging* inflazionistico

- 2.2.1 Fase di avvio del ciclo: credito in espansione
- 2.2.2 Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo
- 2.2.3 Fase di depressione economica
- 2.2.4 Governo e banca centrale: il contrasto della crisi
  - 2.2.4.1 *La spirale inflazionistica*

2.2.5 *Ugly and beautiful deleveraging*

2.2.5.1 *Normalizzazione*

## **Capitolo 3. Covid-19: il ruolo della Fed nel *deleveraging infazionistico***

### **3.1 Il modello economico della Fed**

3.1.1 Risposte della Federal Reserve al Covid-19

### **3.2 Prospettive economico-finanziarie negli Stati Uniti**

3.2.1 Outlook Pil

3.2.2 Outlook inflazione

3.2.3 Analisi ed outlook dei mercati finanziari

3.2.4 Rischi per le prospettive globali

### **3.3 Fase attuale nel modello dei cicli del debito**

## Introduzione

La pandemia da Covid-19 ha modificato aspetti sociali ed economici della nostra società. Le chiusure forzate delle attività e i lockdown hanno portato a gravi squilibri tra domanda ed offerta di beni prodotti e consumati, minando le prospettive economiche per i prossimi anni. Governi e banche centrali di tutto il mondo hanno risposto alla contrazione della produzione e del consumo stimolando l'economia attraverso massicci programmi fiscali e monetari. Queste politiche espansive hanno prodotto, nella seconda metà del 2020 e nel 2021, una riduzione della disoccupazione, un aumento della spesa degli individui e un aumento dell'indebitamento aggregato. Negli Stati Uniti d'America, la risposta delle autorità è stata particolarmente decisa e ciò ha fatto sorgere dubbi sull'effettiva sostenibilità del debito aggregato nel lungo periodo. Da queste premesse, il seguente elaborato si prefigge l'obiettivo di analizzare le implicazioni della pandemia diversamente rispetto all'analisi degli shock di domanda ed offerta aggregata. Le implicazioni della pandemia hanno influito molto sugli squilibri nel mercato del lavoro e dei beni, ma possono anche essere inquadrati in un'ottica di un ciclo di lungo periodo. Ogni economia, infatti, attraversa fasi di espansione e recessione che, come analizzato, portano ad eccessi e a conseguenti riduzioni nell'uso dell'indebitamento. Il fine è quello di contestualizzare il modello dei cicli del debito delineato da Dalio R. (2018) ed applicarlo alle circostanze americane attuali, tracciandone prospettive, scenari ed implicazioni. Dalio trae questo modello analizzando *27 deleveraging* che negli ultimi 100 anni hanno comportato una riduzione del Pil nominale di almeno il 3% e ne estrapola alcuni principi che si ripetono durante le riduzioni dell'indebitamento aggregato. I grafici presenti ai capitoli 1 e 2 costituiranno quindi una media dei campioni presi come riferimento. Dalio distingue cicli di breve (che durano solitamente 5-8 anni) e di lungo periodo (che durano solitamente 50-70 anni) e ne differenzia le cause che li generano, gli scenari che emergono e gli strumenti che le autorità utilizzano per ristabilire l'equilibrio economico. Quelli di breve sono agilmente controllati con politiche monetarie convenzionali, quelli di lungo periodo richiedono uno sforzo congiunto di Governo e banca centrale nell'utilizzo delle 4 leve a loro disposizione, a seconda che il ciclo sia di tipo deflazionistico o inflazionistico. Le riduzioni del debito, infatti, non avvengono tutte allo stesso modo. A seconda della situazione di partenza dell'economia di un Paese, della sua struttura debitoria, del ruolo della sua valuta nei circuiti internazionali

e del suo livello dei tassi di interessi reali, si otterrà un *deleveraging* di tipo deflazionistico o inflazionistico.

L'elaborato dedica il capitolo 1 e 2 allo studio dei due tipi di *deleveraging* e delle conseguenze che hanno sul tessuto economico della società. Le fasi che li caratterizzano sono 6 e sono le stesse per entrambe le tipologie. Sono però totalmente diversi gli effetti che ne derivano e l'impatto che la depressione economica conseguente alla riduzione del debito ha su famiglie ed imprese. Il fine è quello di trarre un modello di riferimento da applicare per le attuali variabili macroeconomiche e per le evoluzioni future del debito aggregato e del ciclo economico. I cicli del debito specchiano la psicologia degli individui e delle istituzioni. In momenti di crescita economica essi sono disposti a concedere prestiti ed accrescere consumi e investimenti; in momenti di recessione sono inclini a risparmiare, non concedere credito e ridurre i propri investimenti.

Il capitolo 3, invece, parte dal contesto dell'attuale situazione economica statunitense ed analizza le scelte prese dalla Fed nel contrasto alla crisi da Covid-19. In particolare, viene analizzato il modello economico della Federal Reserve, con risalto agli obiettivi duali del suo mandato: la stabilità dei prezzi e un elevato livello di occupazione. Le politiche effettuate dalla banca centrale hanno incluso misure convenzionali e misure non convenzionali, non derivanti cioè dall'adeguamento dei tassi di interesse. In questo contesto, il modello dei cicli del debito costituisce il *framework* di analisi per individuare le possibili evoluzioni economico-finanziarie. In un contesto in cui economia americana è tornata su un percorso di crescita, l'inflazione limita le future manovre espansive di politica economica e fiscale, spinta dall'aumento dei prezzi dell'energia e dal generale incremento di domanda aggregata. La sostenibilità del debito statunitense è attualmente protetta dai tassi di rendimento reali ancora negativi per i Treasury americani, spinti al ribasso dalle politiche ultra-espansive della Fed e dal tasso di inflazione in aumento. Le recenti restrizioni di politica monetaria rischiano però di far aumentare i rendimenti richiesti dagli investitori per finanziare il debito federale. Il paradigma attuale vede quindi le autorità di Governo e della Fed cooperare per bilanciare adeguatamente le 4 leve in loro possesso, al fine di rendere il tasso di crescita dei redditi superiore al tasso di crescita del debito. Questa condizione renderebbe la struttura del debito più sostenibile nel lungo periodo, creando le

condizioni per *beautiful deleveraging*, ovvero una situazione in cui il Pil cresce mentre la disoccupazione e l'indebitamento calano.



# CAPITOLO 1

## Il modello deflazionistico dei grandi cicli del debito

### 1.1 Il modello generale dei cicli del debito

Il modello dei grandi cicli del debito si basa su due semplici concetti: credito e debito. L'utilizzo di debito e credito è uno strumento imprescindibile per ogni economia, che consente uno scambio di denaro da individui in eccesso monetario ad individui in difetto monetario. Ciò è particolarmente utile per concedere potere d'acquisto a famiglie ed imprese da allocare nei sistemi produttivi, nella spesa, nei consumi e negli investimenti. È quindi uno strumento essenziale per accrescere la produttività di un Paese e ridurre il tasso di disoccupazione. Un'economia senza credito perde un forte impulso allo sviluppo in quanto le famiglie non potrebbero mai spendere più di quanto guadagnano<sup>1</sup>, mentre le imprese non potrebbero utilizzare la leva operativa per produrre e vendere più beni e servizi. L'utilizzo improprio di questo meccanismo, però, può essere dannoso e storicamente ha condotto a recessioni economiche e depressioni. Il processo, ripetuto da tante famiglie ed imprese, può essere assimilato ad un ciclo, che ha un picco di produttività e sviluppo economico quando il mercato è ottimista ed il credito abbondante; ed un punto di depressione quando il debito cresce troppo velocemente<sup>2</sup> e non si è più in grado di soddisfare il suo servizio. Questo perché una spesa superiore al proprio reddito, sia per famiglie che imprese, crea un momento futuro in cui si dovrà risparmiare per restituire il prestito contratto. Quando per lunghi periodi la crescita economica è al di sopra del suo potenziale di lungo termine, si genera inflazione, che può essere esasperata o ridotta dalle politiche monetarie e fiscali.

Il processo generale prende le sembianze di un ciclo ricorrente, in cui inflazione e tassi di interesse svolgono un ruolo cruciale nella regolazione degli equilibri economici.

---

<sup>1</sup>Per esempio, comprando una casa o una macchina con un mutuo/finanziamento.

<sup>2</sup>Più di quanto cresca il reddito prodotto.

L'evidenza di base è che gli individui si sentono ottimisti in un momento di espansione economica e sono portati a credere che le cose andranno sempre bene e non ci saranno problemi in futuro, innescando una psicologia che stimola le istituzioni a concedere prestiti e gli individui e le imprese a chiederne.

I problemi per le istituzioni finanziarie ed il sistema economico generale sorgono quando non si riesce a rimborsare il debito cumulato. Il processo, se ripetuto da più individui ed imprese genera gravi danni al comparto finanziario per via della struttura e dei legami che legano le banche tra loro. Di conseguenza il contagio si estende al tessuto produttivo, producendo un effetto valanga sul sistema economico che genera periodi di recessione o depressione economica.

In sostanza l'indebitamento fa crescere i consumi e gli utili fin sopra la crescita costante di produttività dell'economia. Verso il picco del ciclo, i prestiti si basano sulle aspettative che quella crescita continuerà ancora, ma è un meccanismo non sostenibile nel lungo periodo se i redditi crescono in maniera più lenta dei debiti accumulati.

Quando le istituzioni finanziarie evidenziano perdite in bilancio derivanti da rimborsi mancanti, saranno portate a concedere meno prestiti ed essere in crisi di liquidità, per cui la crescita del credito viene frenata e vengono imposte condizioni più severe per i prestiti. Rallentando i nuovi prestiti, mancherà uno stimolo per la crescita del Pil dal lato dei consumi e degli investimenti ed aumenta la pressione sui debitori affinché paghino<sup>3</sup>.

Più diventa chiaro che i debitori sono in difficoltà e non riescono a ripagare, meno nuovi prestiti vengono concessi. Questo meccanismo si autoalimenta, come quello che faceva aumentare le concessioni dei prestiti e l'ottimismo in periodi di prosperità. Se non gestito appropriatamente ciò conduce a gravi contrazioni del credito, dei redditi, dei salari, dei consumi e degli investimenti, generando una recessione<sup>4</sup>. Generalmente gli effetti più estremi ed immediati si concentrano sugli intermediari finanziari che operano con un'alta leva finanziaria, sottostimando i rischi ed essendo più esposti ad i creditori insolventi. Per questi istituti le strette di liquidità diventano difficili da gestire

---

<sup>3</sup> Le istituzioni finanziarie sono portate a chiedere maggiori garanzie per i prestiti concessi in un momento in cui l'economia rallenta ed hanno minore liquidità disponibile.

<sup>4</sup> Principles by Ray Ralio (2015), "Come funziona la macchina dell'economia"  
<https://www.youtube.com/watch?v=MoGuH3JbMPw>.

e sono costrette a vendere attività in bilancio a qualsiasi prezzo per soddisfare i requisiti patrimoniali.

Questo contesto conduce a discese del mercato azionario, che si verificano per due motivi principali:

- 1) gli operatori economici sono meno confidenti sul futuro dell'economia e scontano in anticipo una discesa ancora più marcata dell'attività economica e dei redditi ed un aumento del tasso di disoccupazione. I mercati azionari ed obbligazionari tendono a scontare in anticipo le contrazioni economiche e la riduzione degli utili delle imprese.
- 2) Questo a sua volta provoca cascate di liquidazioni degli operatori (individui ed istituzioni finanziarie) indebitati, che usano la leva finanziaria per ampliare i margini di profitto in un mercato al rialzo. Le entità costrette a chiudere le *margin call* generano pressioni di vendita che gravano sui prezzi azionari e fanno aumentare i rendimenti delle obbligazioni, in una spirale che accelera perché innesca nuovi partecipanti a chiudere le posizioni in margine oppure semplicemente in preda al panico. Il processo genera forti pressioni di vendita, che richiede forte pressione in acquisto per tenere i prezzi stabili. In un momento di sfiducia sui fondamentali dell'economia e in cui l'accesso al credito non è più così semplice, gli acquisti non riescono a bilanciare le vendite e questo crea una spirale che accelera fin quando il *deleveraging* è completato e finiscono i venditori sul mercato a prezzi bassi.<sup>5</sup>

In genere in una economia questi cicli possono essere più o meno veloci e si verificano ricorrentemente perché basati sulla psicologia degli operatori economici e dalla struttura del credito nella società che alterna fasi di espansione a fasi di contrazione. In genere questi cicli vengono controllati dalle banche centrali, attraverso la leva della politica monetaria, tramite immissioni di liquidità nel sistema e il controllo dei tassi di interesse. Verranno di conseguenza abbassati i tassi di interesse in periodi di contrazione, per stimolare la circolazione della moneta e il ciclo del credito, mentre verranno alzati in momenti di surriscaldamento dell'economia in cui il debito cresce troppo velocemente e supera il ritmo di crescita dei redditi o quando l'economia accelera generando inflazione.

Nel vigilare sullo stato dell'economia le banche centrali pongono particolare attenzione al monitoraggio dell'inflazione. Quest'ultima si crea generalmente quando

---

<sup>5</sup> Dalio R. (2018) "I principi per capire le grandi crisi del debito".

la domanda dispesa totale (che comprende anche quella finanziata dal credito) è maggiore dell'offerta di produzione di beni e servizi. Le merci richiedono così di essere pagate di più per acquistare la stessa quantità. Le BC cercano di evitare un'alta inflazione perché distribuisce la ricchezza a chi concede credito a chi ne prende a prestito e abbassa anche il potere d'acquisto degli individui di ceto più basso, che anno dopo anno possono permettersi con lo stesso ammontare di denaro di comprare sempre meno bene<sup>6</sup>. Per questo motivo hanno un ruolo fondamentale nella stabilità del sistema finanziario e nella gestione degli equilibri economici, sia tramite politiche convenzionali che tramite politiche non convenzionali<sup>7</sup>

### 1.1.1 Cicli di breve e di lungo periodo

Il modello di credito e debito prevede due cicli: uno di breve periodo ed uno di lungo periodo. Nonostante la psicologia che innesca li innesca sia la stessa, le differenze sostanziali tra i due derivano dall'orizzonte temporale in cui si realizzano e dalle conseguenze che generano.

I cicli di breve termine hanno una durata solitamente compresa tra 5-8 anni e caratterizzano espansioni e recessioni economiche, a cui la politica monetaria, in concorso con quella fiscale, pone rimedio attraverso operazioni convenzionali sui tassi di interesse.

Quando si raggiunge un livello troppo alto di debito che non viene utilizzato per accrescere la produzione, esso può causare un profondo *deleveraging* di lungo periodo che smaltisce gli effetti negativi accumulati dal debito durante i cicli di breve periodo.

---

<sup>6</sup> L'inflazione è una dei target principali delle banche centrali perché ha 3 importanti effetti sul sistema economico.

1) trasferimento di ricchezza, vantaggioso per i soggetti in posizione debitoria e svantaggioso per i soggetti in posizione creditizia. In questo modo cittadini, imprese e Stato che stipulano accordi per la concessione di un prestito lo ripagheranno nei prossimi anni maggiorato sì del tasso di interesse, ma diminuito in termini di potere d'acquisto.

2) Aumento delle disuguaglianze tra le classi abbienti, che vedono adattarsi i loro salari o rivalutati i propri investimenti, e i ceti più bassi, che non hanno salari che si adeguano all'inflazione né assets finanziari che si rivalutano

3) Perdita di fiducia internazionale derivante da una svalutazione eccessiva della moneta e la perdita di status di "riserva di valore", con conseguenti fughe di capitali.

<sup>7</sup>Le politiche non convenzionali comprendono gli strumenti di politica economica che non presuppongono il semplice adeguamento dei tassi di interesse. Gli strumenti più utilizzati attualmente sono la Monetary policy 2 che suppone l'acquisto a mercato aperto di titoli di Stato tramite il QE e la Monetary policy 3, il cosiddetto "*heliporter money*".

Una riduzione dell'indebitamento di questo tipo ha storicamente una durata compresa tra i 50 ed i 70 anni<sup>8</sup>.

Il modello, analizzando le cause che generano le drastiche riduzioni del debito aggregato di lungo periodo, conclude che i *deleveraging* si possono verificare per due ordini di motivazioni:

1) **Accumulo di debito** in più cicli di breve termine:

ciò avviene perché per ogni ciclo di breve termine, la politica monetaria agisce durante le fasi di recessione abbassando i tassi di interesse ed espandendo il proprio bilancio. Queste misure espansive pongono il livello del debito su un gradino più alto del precedente ciclo di breve. Il rapporto debito/Pil aumenta così consistentemente dopo ogni recessione, fino ad arrivare ad un punto in cui le politiche convenzionali diventano inefficaci ed è molto più difficile sradicare dal sistema la parte di debito non produttivo.

2) **Crisi acute** generate da cause specifiche:

ciò avviene quando si verificano i cosiddetti "*black swan events*", ovvero situazioni imprevedibili di diversa motivazione. Durante gli ultimi 100 anni i principali tra questi eventi sono stati carestie, siccità, pandemie e guerre mondiali. Questo genere di eventi può portare importanti crisi economiche e finanziarie, differenti per intensità e per durata. In genere questo tipo di eventi è ancora più catastrofico rispetto al cumularsi di cicli di breve, perché porta con sé conseguenze imprevedibili e situazioni estreme.

In entrambi i casi questi eventi generano *deleveraging* che modificano la struttura economica e sociale della società e possono essere contrastati dai *policy makers* con combinazioni di politica monetaria e fiscale. Queste crisi sono molto più gravi di quelle di breve periodo perché i tassi di interesse sono già vicini allo zero e quindi non si possono ulteriormente abbassare per stimolare il credito<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Dalio R.(2018), prende come riferimento i cicli del debito che hanno causato una depressione economica di almeno il 3% del Pil nominale. Studiando un modello aggregato per trovare correlazioni e differenze, stila un modello generale di lungo periodo, della durata compresa tra i 50 ed i 70 anni.

<sup>9</sup> Oppure non sono vicini allo zero ma una politica monetaria espansiva porta investitori e risparmiatori ad avere sempre meno fiducia nella valuta e a cercare rendimenti più attraenti altrove.

Una distinzione importante nel processo di indebitamento di lungo periodo è quella relativa a Stati che hanno gran parte delle passività denominate in valuta estera e quelli che le hanno denominate in valuta nazionale. I Paesi appartenenti al primo gruppo sono molto meno in controllo della politica monetaria e sperimentano più facilmente *deleveraging* inflazionistici; i secondi sono molto più soliti sfociare in *deleveraging* deflazionistici.

### **1.1.2 Le 4 leve per gestire i *deleveraging***

Per governare e gestire questi *deleveraging* i decisori hanno a disposizione 4 leve fondamentali per far calare il servizio del debito rispetto ai redditi ed al *cash flow* richiesto per il suo servizio. Queste leve sono:

- *austerity* (riduzione della spesa pubblica e/o aumento della tassazione);
- *default*/ristrutturazione del debito;
- Monetizzazione del debito della banca centrale;
- Trasferimenti di denaro e credito dalle fasce più ricche a quelle più povere.

Ciascuna di queste leve ha un impatto diverso sull'economia. Alcune sono inflazionistiche e stimolano la crescita (per esempio la monetizzazione del debito), mentre altre sono deflazionistiche e contribuiscono alla riduzione del carico debitorio (per esempio l'*austerity* e i *default*).

Per arrivare ad un "*beautiful deleveraging*" (una riduzione del rapporto debito/reddito accompagnata da tassi accettabili di inflazione e crescita) bisogna combinarle e trovare il giusto equilibrio tra loro. In questo scenario positivo, il rapporto debito/reddito diminuisce in parallelo al miglioramento dell'attività economica e dei prezzi degli asset finanziari, riportando gradualmente il tasso di crescita nominale dei redditi al di sopra del tasso d'interesse nominale. Ciò che storicamente ha determinato il successo o l'insuccesso nella gestione delle crisi è che i decisori sappiano come combinare nel modo migliore possibile queste leve ed abbiano l'autorità per farlo, distribuendo l'onere del rientro del debito sulla popolazione anche più facoltosa attraverso trasferimenti di denaro o "*helicopter money*".

Se gestita nel modo sbagliato senza bilanciare le 4 leve e usando metodi troppo inflazionistici o troppo deflazionistici, invece, la situazione può peggiorare e si ottiene

un *“ugly deleveraging”*, che può sfociare in tensioni sociali e anche rovesci di potere<sup>10</sup>. Ciò accade perché i cittadini sono costretti sempre più a condizioni estenuanti con disoccupazione diffusa e fanno pressioni sul governo per tassare i ricchi e ridistribuire la ricchezza<sup>11</sup>. Possono nascere in questo modo schieramenti populistici e disordini sociali, con colpi di Stato e cambi di Governo che fanno cambiare il ciclo e le condizioni economiche.

### **1.1.3 Le 6 fasi dei *deleveraging* di lungo periodo**

Un *deleveraging* di lungo termine, sia deflazionistico che inflazionistico è composto da 6 fasi (come si osserva dalla figura 1.1)<sup>12</sup>:

- 1) Fase di avvio del ciclo: credito in espansione
- 2) Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo
- 3) Fase di raggiungimento del massimodel Pil e dei mercati finanziari
- 4) Fase di depressione economica: l'attività economica si contrae ed i mercati entrano in una fase discendente
- 5) Fase di *deleveraging*: *Beautiful/ugly deleveraging*
- 6) Fase di normalizzazione del ciclo

Ogni fase presenta delle caratteristiche comuni tra tutti i cicli osservati e alcune differenze. Le differenze sono principalmente dettate: dal grado di sviluppo economico del Paese, dalla struttura patrimoniale delle istituzioni bancarie, da come la politica monetaria e fiscale gestiscono il *deleveraging* e dal ruolo della valuta del Paese negli equilibri geopolitici.

Tipicamente le bolle del debito peggiori non sono accompagnate da un aumento dell'inflazione, ma da una crescita del prezzo degli asset generata da una crescita eccessiva del debito. Le banche centrali, infatti, sono più propense a ignorare questo

---

<sup>10</sup>Come successo, ad esempio, nella Germania degli anni '30 con l'ascesa del partito nazional-socialista 10 anni dopo la grave depressione inflazionistica della Repubblica di Weimar.

<sup>11</sup>Dalio R. (2021).

<sup>12</sup> Le caratteristiche peculiari di ogni fase in un ciclo deflazionistico o inflazionistico però sono diverse. Sono proprio le caratteristiche di queste fasi e le reazioni dei *policy makers* che fanno sfociare il *deleveraging* in uno deflazionistico o uno inflazionistico.

genere di dinamiche perché molto più concentrate sull'inflazione dei beni e sulla crescita economica, più che cercare di prevenire eventuali bolle nei mercati finanziari. Spesso, inoltre, dopo gli eccessi cumulati, i *deleveraging* vengono innescati da processi ordinari (come l'aumento dei tassi di interesse), senza particolari cause eclatanti. Al crescere dei tassi di interessi a breve termine, la *yield curve*<sup>13</sup>, tende ad appiattirsi ed aumenta il premio al rischio richiesto dagli investitori per detenere asset rischiosi. All'aumentare costante dei prezzi degli asset, finanziati dalle condizioni favorevoli del credito, per alimentare il sistema c'è bisogno di aggiungere sempre più liquidità e aumentare il tasso di indebitamento. Ciò non è sostenibile su periodi temporali estesi e, prima o poi, il sistema crolla.

In generale le violente riduzioni del debito si dividono in:

- ***Deleveraging deflazionistici***, solite nei Paesi in cui la maggior parte del debito insostenibile è finanziato internamente in valuta locale, sicché l'eventuale crisi del debito produce vendite obbligate e default, ma non un problema valutario o relativo alla bilancia dei pagamenti<sup>14</sup>
  
- ***Deleveraging inflazionistici***, che si verificano maggiormente nei Paesi che fanno ricorso a flussi monetari esterni e finanziano l'attività economica con debiti denominati in valuta estera che non possono essere monetizzati e inflazionati dalla banca centrale (che riduce il valore del debito e favorisce il suo servizio a discapito dei creditori che in questo modo perdono potere di acquisto ricevendo moneta che a parità di condizioni è in grado di acquistare meno beni). Queste depressioni sono le peggiori da gestire perché le autorità monetarie hanno un controllo molto limitato sulle leve del debito e sono meno in grado di redistribuire denaro in una situazione di povertà e sofferenza per tutte le classi sociali che mantengono potere d'acquisto nella valuta locale.

---

<sup>13</sup>Che misura il differenziale di tasso di interesse delle obbligazioni a scadenza lunga rispetto a quelle a scadenza breve.

<sup>14</sup>Documento contabile in cui si registrano le transazioni economiche effettuate in un intervallo di tempo tra i residenti dell'economia nazionale ed i non residente ed è composta da: conto corrente, conto capitale, conto finanziario e oneri o omissioni.

## 1.2. Deleveraging deflazionistici nel modello di lungo periodo

### 1.2.1. Fase di avvio del ciclo: credito in espansione

Nella prima fase del ciclo deflazionistico<sup>15</sup>, generalmente<sup>16</sup> i debiti aumentano più in fretta dei redditi, producendo rendimenti positivi per azioni e obbligazioni ed elevata crescita economica. Non tutti i casi presentano le stesse caratteristiche di partenza, ma generalmente l'economia è in buona salute, il Pil aumenta e la disoccupazione tende a diminuire. Le innovazioni tecnologiche introdotte favoriscono gli utili delle imprese.

La spesa finanziata da indebitamento però non garantisce flussi di cassa che permettono il servizio del debito. Come gli individui, anche le imprese in un momento di espansione economica tendono a ricorrere alla leva operativa e quindi contraggono debiti in ottica di futuri utili per rimborsare il prestito. Ai primi cedimenti della congiuntura economica, che possono materializzarsi per eventi esogeni o per eventi interni ad un settore produttivo<sup>17</sup>, le imprese si ritrovano in difficoltà nel servire il debito. Ciò causa inevitabilmente problemi alle istituzioni finanziarie<sup>18</sup>.

In generale l'indebitamento alimenta il sistema economico finché il tasso di crescita del reddito (Pil) aumenta più velocemente dell'indebitamento aggregato. Quando succede il contrario il processo non è più sostenibile.

Nell'anticipare cambiamenti sostanziali dell'andamento economico ed evitare che la disoccupazione aumenti, le banche centrali in questa fase stimolano il credito. Lo strumento classico che utilizzano per farlo è l'abbassamento dei tassi di interesse.

---

<sup>15</sup> La deflazione indica la diminuzione del livello generale dei prezzi. La riduzione dei prezzi aumenta il valore reale del debito, portando ad una riduzione del valore dei bilanci dei debitori. La deflazione può degenerare in una spirale quando i consumatori aspettano per comprare beni e servizi nell'aspettativa di comprarli in futuro a prezzo più vantaggioso.

<sup>16</sup> In base alle 28 depressioni degli ultimi 100 anni che hanno causato una diminuzione del Pil superiore al 3%.

<sup>17</sup> Es. carenze di forniture, carenza di manodopera qualificata, innovazioni tecnologiche fallite, cambiate preferenze dei consumatori che si rivolgono a prodotti importati dall'estero ecc.

<sup>18</sup> Le banche tendono a concedere credito sulla base:

1. del reddito/cash flow previsto del debitore, con cui ripagare il debito
2. del patrimonio netto/garanzie (che aumentano all'aumentare del prezzo degli asset)
3. delle proprie capacità di prestare.

Di conseguenza saranno inclini a concedere prestiti in una congiuntura positiva e restie in una congiuntura negativa.

### **1.2.2 Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo**

I mercati al rialzo sono tipicamente un fattore determinante di questa fase del ciclo. Inizialmente un rialzo del mercato azionario è giustificato da un'economia che, nonostante il rallentamento, appare ancora solida e da tassi d'interesse inferiori che rendono più attraenti asset di investimento come titoli azionari, che quindi salgono di prezzo. Le azioni salgono perché:

- 1) la riduzione dei tassi di interesse influisce direttamente sul tasso di sconto utilizzato per attualizzare i flussi di cassa delle imprese;
- 2) offrono un rendimento più elevato degli altri asset d'investimento;
- 3) con tassi di interesse bassi è più facile per individui ed istituzioni ottenere prestiti con cui investire nei mercati finanziari.

### **1.2.3 Fase di raggiungimento del massimo del Pil e dei mercati finanziari**

Il boom incoraggia nuovi acquirenti a entrare nel mercato perché attratti dalle prospettive di guadagno quando il mercato corre al rialzo e ciò alimenta la bolla. Quasi nessuno in questa fase ritiene che l'economia sia in una bolla: al contrario, si pensa che sia una conferma del boom in atto. Si tende così a:

- Contrarre prestiti a breve termine per concedere prestiti a lungo termine
- Ricevere capitale di debito da reinvestire spesso in attività illiquide

I debiti, così, aumentano rapidamente e i costi di servizio del debito crescono ancora più velocemente<sup>19</sup>. In molti casi la politica monetaria contribuisce a far gonfiare la bolla anziché contenerla. Le banche centrali sono infatti molto più preoccupate della crescita, a ridurre la disoccupazione e a contenere l'inflazione. Non sono invece molto attente ad anticipare inversioni di *trend* nel mercato del credito.

Arrivare al punto di far scoppiare le bolle e poi rimediare per gestire al meglio un *deleveraging* è però molto più dispendioso in termini sociali ed economici rispetto ad

---

<sup>19</sup>La tipica bolla vede solitamente un aumento del rapporto debito Pil a ritmo sostenuto, di circa il 20-25% ogni 3 anni.

anticiparlo e frenare il credito prima del punto di non ritorno. Quando si arriva a quel punto, portato da eventi esterni o da un debito che cresce per molto tempo più velocemente dei redditi, sul mercato dei capitali si innescano reazioni *risk-off*<sup>20</sup>.

Tutti gli operatori di mercato, dagli hedge fund alle banche, dagli investitori agli speculatori, sono costretti a vendere e ritirare posizioni a un ritmo molto sostenuto e i *market makers* non riescono ad assorbire la pressione di vendita. Ciò innesca cascate di liquidazione per le entità esposte con leva finanziaria in un meccanismo rafforzante e scatta il cosiddetto *sell off*<sup>21</sup>. Ciò genera un effetto ricchezza negativo sia sui consumi (gli investitori sono momentaneamente più poveri), sia sulle principali istituzioni del Paese, che possono presentare problemi nel liquidare assets illiquidi senza perdere elevati spread tra domanda ed offerta.

Le caratteristiche tipiche di una bolla nei mercati finanziari sono:

- 1) I prezzi degli asset finanziari sono già alti rispetto ai livelli tradizionali.
- 2) I prezzi stanno scontando ulteriori apprezzamenti, nonostante i livelli elevati già raggiunti.
- 3) Politiche monetarie accomodanti minacciano di far gonfiare ancora di più la bolla del credito, una politica restrittiva minaccia di farla scoppiare.
- 4) Gli acquisti vengono finanziati con un elevato indebitamento, concentrato più sull'acquisizione di beni e asset finanziari che non su fattori produttivi.
- 5) Gli acquirenti si tutelano da futuri aumenti di inflazione comprando semilavorati materie prime e asset finanziari in anticipo e con scadenze a termine nella convinzione che i prezzi saliranno.
- 6) Sul mercato sono entrati nuovi compratori, anche meno esperti.

---

<sup>20</sup> Gli *hedge funds* sono costretti a chiudere posizioni per un *derisking* generale del portafoglio di investimento.

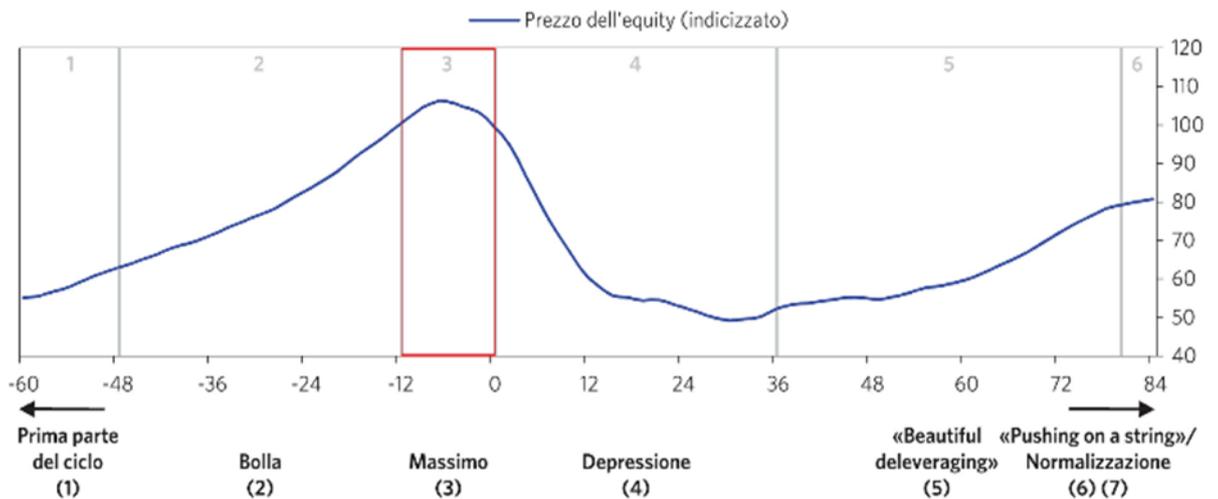
<sup>21</sup> Se le salite del mercato possono essere ripide, ma in un certo senso comunque gradualmente, le discese che fanno scattare panico e liquidazione possono essere così rapide ed impetuose da distruggere in pochi giorni interi mesi o anni di sostenuti rialzi.

La figura 1.1 evidenzia l'andamento tipico dei mercati azionari durante un *deleveraging* deflazionistico. Durante la fase iniziale gli indici sono in moderata crescita, spinti da economia in espansione e credito in aumento. Durante la fase della bolla, l'euforia fa lievitare i prezzi delle azioni che sono spinti da aspettative di rialzi continui. La fase di massimo racchiude il top degli indici azionari e l'inizio della fase di discesa ed è preso come riferimento indicizzando il valore di top ad un livello di 100. La depressione determina un ribasso degli indici di durata mediamente di 36 mesi, con una perdita del valore mediamente del 50%, prima di un recupero nella fase propria di *deleveraging* e normalizzazione

Per i Paesi con debiti denominati in valuta estera il rischio è ancora maggiore, perché eventi che possono innescare inversioni di tendenza possono essere molteplici. Un esempio è il rafforzamento della valuta estera in cui è denominato il debito<sup>22</sup>.

**Figura 1.1**

L'evoluzione dei mercati azionari durante un *deleveraging* deflazionistico



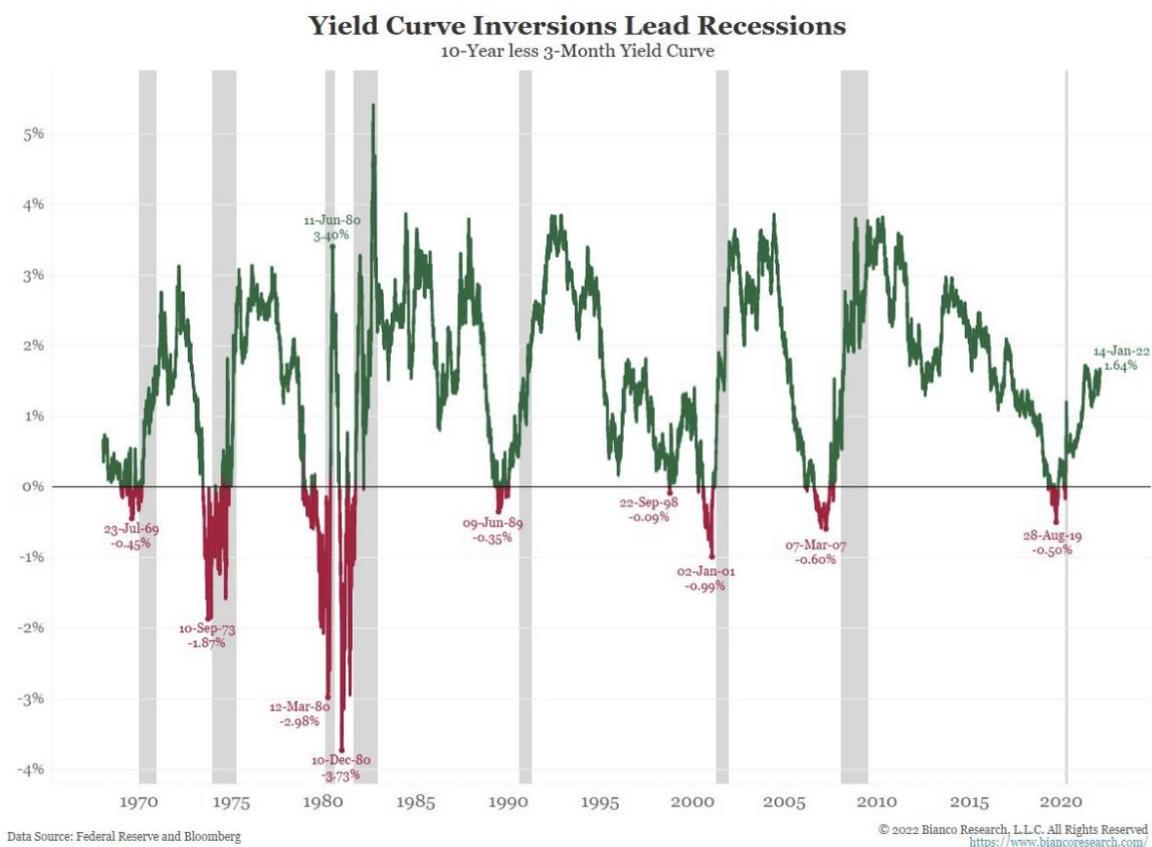
Fonte: Dalio R.(2018).

<sup>22</sup> Come accade per esempio per le economie emergenti del Sud America con il dollaro americano.

Tipicamente, nelle prime fasi del massimo del Pil e dei mercati finanziari (che scontano in anticipo le condizioni economiche), le banche centrali, rendendosi conto della bolla sugli asset che si è formata, alzano i tassi di interesse. Questo restringe o elimina lo spread con i tassi a lungo termine, riducendo l'incentivo a prestare rispetto all'incentivo a detenere la liquidità. Poiché la yield curve è piatta o invertita (cioè i tassi d'interesse a lungo termine sui titoli obbligazionari di Stato sono minori rispetto a quelli a breve termine), gli investitori sono incentivati a liquidare *assets*, rallentando la crescita del credito e causando la dinamica precedentemente descritta<sup>23</sup>. Questo succede quando gli investitori iniziano ad essere pessimisti sulle dinamiche di breve periodo o rialzisti sull'inflazione.

La figura 1.2 mostra come l'appiattimento della curva dei rendimenti è stato storicamente un segnale che ha previsto numerose recessioni e mercati ribassisti, come evidente nel grafico sottostante.

**Figura 1.2**



<sup>23</sup>Questo succede quando gli investitori iniziano ad essere pessimisti sulle dinamiche di breve periodo o rialzisti sull'inflazione.

## L'inversione della curva dei rendimenti

Fonte: Bloomberg market research

L'aumento dei tassi di interesse a breve termine genera negli operatori una maggiore propensione a cercare forme meno rischiose di *assets* finanziari<sup>24</sup>. I tassi di interesse a breve termine tendono di solito a raggiungere il picco pochi mesi prima del massimo del mercato azionario.

### 1.2.4. Fase di depressione economica

Durante questa fase, al fine di gestire i *deleveraging* al meglio, le banche centrali tendono a collaborare con i Governi. Questi ultimi, spesso, si trovano nella posizione di dover cambiare le regolamentazioni per fornire più aiuti agli istituti di credito. Per questo, i Governi tendono a ricapitalizzarli ed ampliare loro le linee di credito. Inoltre, consentire ai bilanci di riclassificare attivi e passivi, permette agli istituti di credito di spalmare su più anni i crediti illiquidi e inesigibili. Ciò si dimostra particolarmente utile per consentire alle banche di non dover svalutare immediatamente i propri asset per un valore molto deprezzato.<sup>25</sup>

#### 1.2.4.1 Gli istituti di credito

Nel pieno di una crisi, la redditività delle banche diminuisce molto, non solo a causa del calo dei tassi di interesse<sup>26</sup>, ma anche e soprattutto come conseguenza della recessione che riduce la qualità e la quantità della domanda di credito e fa calare il prezzo degli asset posseduti. Ciò obbliga le banche a rafforzare i loro bilanci e le posizioni patrimoniali. Attraverso riserve obbligatorie, ricapitalizzazioni e liquidità a tasso di interesse allo 0%, le autorità hanno il compito in questa fase di sorreggere il sistema finanziario.

---

<sup>24</sup> Come bond a breve termine.

<sup>25</sup> Questo consente inoltre di evitare svendite degli attivi e cascate di liquidazioni per le entità esposte agli asset in leva finanziaria.

<sup>26</sup> Motivo per cui la redditività sui prestiti concessi diminuisce.

Un livello basso dei tassi di interesse nominali e reali può essere dannoso in una fase di espansione economica perché può creare bolle e spingere gli investitori e le banche a investire in attività più rischiose alla ricerca di rendimenti più elevati, ma si rivela fondamentale nella fase di depressione per aiutare gli istituti in difficoltà.

Una delle situazioni da evitare durante una depressione è la “corsa agli sportelli”, perché sottrae liquidità alle banche nel pieno di una crisi. I Governi in passato hanno affrontato questo tipo di crisi fornendo garanzie di deposito<sup>27</sup>. La dinamica psicologica ha una grande rilevanza ed è quindi di particolare importanza mantenere alta la fiducia di consumatori e investitori per non innescare dinamiche deflative autoalimentanti.

Durante questo periodo la classe dei capitalisti/investitori vive una tremenda perdita di ricchezza “reale” perché il valore dei loro portafogli di investimenti collassa e solitamente aumentano le aliquote fiscali. Spesso sono motivati a portare denaro all'estero (contribuendo all'indebolimento della valuta<sup>28</sup>), a eludere il fisco e a cercare la sicurezza in investimenti liquidi e indipendenti dal ciclo economico<sup>29</sup>.

Tutte queste pressioni combinate fanno scendere i consumi delle famiglie, calare gli utili delle imprese ed aumentare la disoccupazione, in una spirale deflattiva autoalimentante. Queste condizioni possono proseguire per molti anni se i decisori non contrastano le forze deflative con sufficiente stimolazione monetaria del credito.

### **1.2.5 Governo e banca centrale: il contrasto della crisi**

A questo punto il processo di *deleveraging* è già maturo ed avviato. Per contrastare le leve deflazionistiche portate dallo scoppio della bolla è necessario che le autorità di governo collaborino con le autorità di politica monetaria, utilizzando le 4 leve in loro possesso<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup>Di fatto assicurando i risparmiatori che non si correvano rischi a detenere liquidità presso i conti deposito bancari.

<sup>28</sup> Ciò è ancora più accentuato se la valuta di riferimento del Paese è debole e non è considerata un'efficace riserva di valore. Gli investitori ed i risparmiatori sono più inclini a scaricarla e comprare valuta estera o oro che offre loro un maggior grado di protezione

<sup>29</sup>Per esempio, investendo in oro, bond e in generale assets ritenuti “*risk adverse*”.

<sup>30</sup> Come già visto precedentemente: *austerity*, ristrutturazioni, stampa di moneta e redistribuzioni di ricchezza.

### ***1.2.5.1 Austerity***

L'*austerity* è stata, soprattutto in passato, il primo strumento utilizzato dai *policy-makers* perché si crede che per ridurre il debito/Pil si debbano ridurre le spese ed aumentare le tasse. In realtà, ciò alimenta ancora di più le forze deflattive e conduce nel pieno della spirale deflazionistica. Un altro motivo per cui spesso si tende a fare ricorso all'*austerity* è perché l'opinione pubblica ritiene le banche ed i capitalisti colpevoli, per cui ci sono pressioni politiche per non rifinanziare correttamente le banche. Questo metodo si è rivelato storicamente inefficace. Restringere il credito, aumentare le tasse e ridurre la spesa pubblica per abbassare i livelli di debito è una strada lunga e tortuosa, che implica disoccupazione e povertà diffuse. Questo perché restringendo la politica monetaria e fiscale i redditi inevitabilmente calano, la disoccupazione si alza e le spese e gli investimenti diminuiscono.

L'*austerity*, nelle depressioni sfociate in *beautiful deleveraging*, è in passato stata utilizzata in combinazione con le altre leve durante fasi positive del ciclo economico. come meccanismo per evitare inflazione e ridurre il *deficit* fiscale. Queste politiche possono includere vari provvedimenti, quali la riduzione delle spese e degli investimenti pubblici, l'ottimizzazione dei servizi, l'aumento della pressione fiscale sui cittadini contribuenti e la stretta sulle pensioni.

In genere, l'*austerity* è impiegata dal governo per dimostrare ai creditori e alle agenzie di rating la disciplina fiscale dello Stato. In tal modo si cerca di favorire la ripresa economica grazie alla maggior fiducia degli investitori nazionali ed internazionali<sup>31</sup>.

### ***1.2.5.2 Monetizzazione del debito***

Durante i casi di maggiore successo dai *deleveraging*, la monetizzazione del debito è stata una delle prime leve utilizzate. Le banche centrali immettono liquidità nel sistema economico con acquisti sul mercato aperto. In particolare, iniettano liquidità ed espandono il bilancio comprando obbligazioni di Stato e, talvolta, anche con ricapitalizzazioni ad aziende private intervenendo nella struttura dell'*equity*. Un'altra operazione molto comune è l'assicurazione sui depositi. Ciò permette di alimentare

---

<sup>31</sup> Ciò permette di avere un servizio del debito minore sui bond emessi.

l'infrastruttura del credito e contrastare le forze della deflazione con forze espansive e inflattive. L'aumento generalizzato dei prezzi è influenzato dalla massa monetaria nel sistema, dalla produzione di beni e servizi e dalla velocità di circolazione della moneta. Se quest'ultima rallenta<sup>32</sup>, le iniezioni di liquidità non generano inflazione (almeno fin quando non aumenta di nuovo la velocità di circolazione).

La politica monetaria<sup>33</sup> è quindi un tassello chiave per ottenere un “*beautiful deleveraging*”. In un primo momento l'approccio più efficace ed immediato è quello di utilizzare la “*monetary policy 1*”, cioè manovrare i tassi di interessi per stimolare mercati, credito e spesa. Un percorso classico durante le crisi è abbassare i tassi nominali di interesse e, a seconda dell'intensità del deleveraging, ricorrere a politiche non convenzionali ultraespansive. La *monetary policy 2* e *3*<sup>34</sup>, in particolare, risolvono il problema della trappola della liquidità<sup>35</sup>. La vicinanza allo 0 dei tassi di interesse, rende la *Monetary Policy* di tipo 1 inefficace perché i tassi nominali non possono essere negativi. Per questo interviene la *Monetary Policy 2* e *3*, che con immissioni di liquidità nei circuiti finanziari e soprattutto con redistribuzione ed *helicopter money* riesce a riportare ricchezza per i consumatori e incrementare il tasso di inflazione, uscendo dalla spirale deflazionistica. Quanto più aumenterà la velocità di spesa di quel denaro, tanto più aumenterà l'inflazione e si uscirà dalla trappola della liquidità.

La figura 1.3 mostra il percorso classico dei tassi di interesse nominali. Esso è solitamente stabile durante la prima fase del ciclo e durante la bolla, per poi alzarsi quando le banche centrali notano euforia sul mercato dei capitali. Questo è un classico *trigger* che fa scoppiare la bolla e porta l'economia in recessione e deflazione. Da

---

<sup>32</sup>Come abbiamo sperimentato durante i lockdown dovuti alla pandemia di Covid-19.

<sup>33</sup> Secondo la dottrina monetarista, sebbene l'azione governativa e delle banche centrali sia all'origine dell'inflazione, si ritiene comunque che sia una leva fondamentale da utilizzare e non si sostiene il ritorno alla parità aurea. Friedman, per esempio, considerava la parità aurea come irrealistica. "l'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario" e pertanto è controllabile dalle Banche Centrali, le quali devono mantenere l'offerta di moneta al suo valore di equilibrio, determinato sulla base della crescita della produttività e dalla domanda.

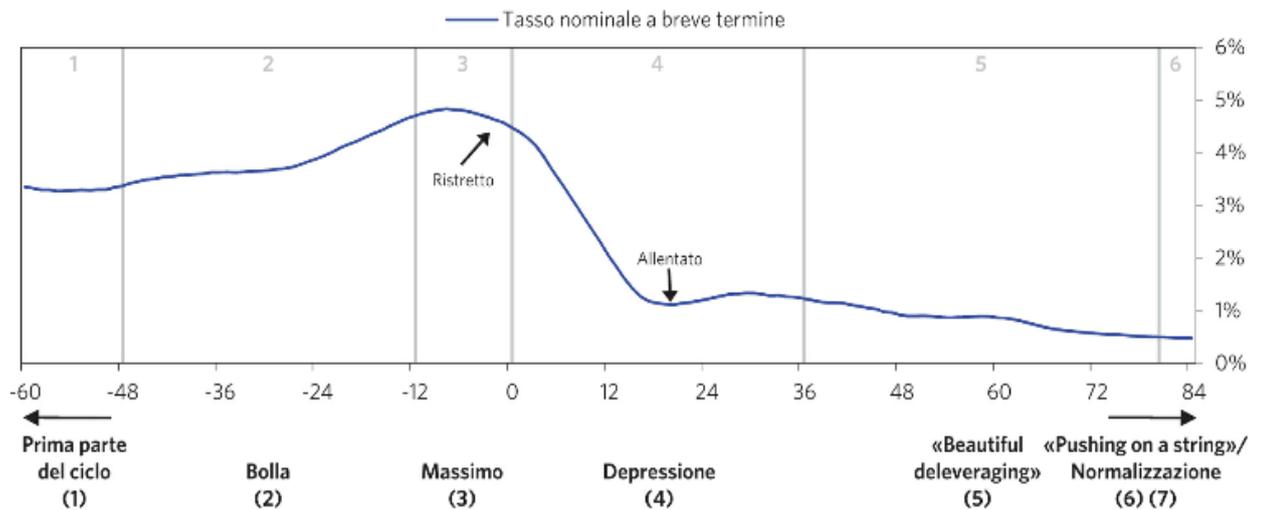
<sup>34</sup> La *Monetary policy 2* si riferisce all'acquisto sul mercato secondario di titoli obbligazionari per ridurre gli spread e abbassare i rendimenti obbligazionari. La *Monetary policy 3* si riferisce alla distribuzione di denaro alla popolazione attraverso “*helicopter money*”.

<sup>35</sup> ovvero quella situazione in cui la politica monetaria non riesce più ad esercitare alcuna influenza sulla domanda, e dunque sull'economia

questo punto i *policy makers* non hanno altra scelta che abbassare i tassi fino alla fase di normalizzazione.

**Figura 1.3**

Percorso del tasso nominale a breve termine durante le fasi del deleveraging deflazionistico



Fonte: Dalio R. (2018)

### 1.2.5.3 Ristrutturazione del debito

In combinazione con la politica monetaria espansiva, i casi di *beautiful deleveraging* evidenziano l'utilizzo di un'altra leva fondamentale, che diviene praticamente automatica in uno scenario post bolla: la ristrutturazione del debito. Le ristrutturazioni ed i default sono quei processi che assicurano un'effettiva riduzione dell'indebitamento non produttivo, cosiddetto "*bad debt*". Ciò che effettivamente accade in questa fase è che vengono venduti i crediti non performanti per le istituzioni bancarie, decretando il *default* e le ristrutturazioni per società e cittadini indebitati che non possono rimborsare i debiti. La sfida per le autorità è quella di assicurarsi che questo processo si svolga ordinatamente e assicurando la stabilità economica e sociale. I casi meglio gestiti sono quelli in cui i decisori:

- a) riconoscono rapidamente le dimensioni dei problemi di credito;

- b) non salvano tutte le istituzioni sacrificabili e trovano un equilibrio tra i vantaggi del permettere alle istituzioni di fallire ed essere ristrutturate e i rischi che questi fallimenti possano avere effetti negativi su altri prestatori e debitori solvibili;
- c) creano o ripristinano solidi canali di credito che permettono prestiti futuri a debitori solvibili;
- d) assicurano condizioni accettabili di crescita e inflazione mentre si risolvono i problemi legati ai debiti.

Solitamente le ristrutturazioni vengono affidate a AMC (*asset management company*), che gestiscono i crediti deteriorati e facilitano la fusione tra le istituzioni sane con quelle parecchio indebitate. L'uso di un AMC generalmente accelera la gestione del problema di debito perché consente alle banche di riprendere a concedere prestiti e di liquidare i crediti non performanti (NPL). Le AMC sono entità pubbliche che hanno ricevuto mandato di vendere gli asset in un arco di tempo prestabilito (di solito dieci anni) minimizzando i costi per i contribuenti. Nella maggior parte dei casi, quando le istituzioni falliscono, l'equity, il debito subordinato e i grandi correntisti assorbono le perdite a prescindere dal fatto che l'istituzione avesse un'importanza sistemica. La protezione dei detentori di obbligazioni subordinate e le ricapitalizzazioni di equity (che fornisce nuovo capitale alle istituzioni in difficoltà, ma ha effetto diluitivo sui vecchi possessori di equity), si verificano soltanto nei Paesi sviluppati. I piccoli correntisti hanno la priorità e nella maggior parte dei casi perdono poco o nulla. Spesso questa circostanza è esplicitamente definita nell'ambito di una polizza assicurativa sui depositi. La copertura viene solitamente espansa nel periodo della crisi per assicurare liquidità alle banche.<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> In Europa, dal 2016, per la risoluzione della crisi irreversibile degli istituti finanziari in difficoltà, si ricorre al salvataggio interno (bail in), una modalità di salvataggio tramite l'esclusivo e diretto coinvolgimento dei suoi azionisti, obbligazionisti, correntisti. Questa normativa tutela particolarmente i piccoli correntisti in quanto non possono essere attinti da prelievo forzoso i depositi fino a 100.000 euro, che vengono tutelati dai fondi interbancari degli Stati membri. Non sono oggetto di prelievo nemmeno i patrimoni dei clienti (come azioni, obbligazioni, titoli di fondi) che la banca ha in gestione o in amministrazione. Fino all'entrata in vigore della normativa, in caso di rischio di fallimento di istituti bancari si prediligeva l'utilizzo del bail-out, che si caratterizza per l'intervento dello Stato che finanzia le banche per evitarne il fallimento. La misura del bail-in può essere diramata solo dalla banca centrale nazionale se ritiene che il costo pubblico del salvataggio sia troppo elevato. La gerarchia del bail-in segue questo ordine:

#### ***1.2.5.4 Trasferimenti di ricchezza***

Durante le depressioni, è opinione popolare quella che bisogna tassare i ricchi e creare gettito fiscale. Solitamente ciò avviene attraverso imposte sul reddito, sugli immobili e sul consumo (che sono le forme più efficaci per raccogliere ricchezza senza provocare massicci spostamenti di capitali fuori dal Paese). Inoltre, anche dopo lo scoppio della bolla, i possessori di *assets* finanziari sono favoriti dagli acquisti di asset finanziari da parte della banca.

Solitamente i grandi spostamenti politici accelerano gli sforzi redistributivi. Limitare l'accumulo di ricchezza, genera l'effetto di indurre i ricchi a cercare di spostare i loro capitali verso luoghi che offrano loro protezione, il che produce effetti sui mercati degli asset e delle valute. Ciò può causare l'effetto opposto, cioè quello di una riduzione del gettito fiscale complessivo. Tipicamente l'aumento delle tasse riguarda le imposte sul reddito, sugli immobili e sul consumo, perché queste forme di tassazione sono le più efficaci per raccogliere gettito. I trasferimenti avvengono raramente in quantità tali da contribuire significativamente al *deleveraging* (a meno di "rivoluzioni" che nazionalizzano grandi quantità di proprietà privata), quindi questa leva non può essere utilizzata da sola pretendendo con essa di risolvere pesanti crisi, ma può essere un aiuto importante come "aiutante" della politica monetaria e fiscale. E' però un importante alleato dei decisori per redistribuire le risorse, avere il sostegno della popolazione sulle riforme da intraprendere e permettere consumi più distribuiti che fanno aumentare la domanda aggregata e di conseguenza la produzione.

#### ***1.2.6 Ugly and Beautiful deleveraging***

Quando le 4 leve vengono ben bilanciate e si muovono in sintonia in modo da equilibrare le forze deflative della riduzione del credito con quelle inflattive di stimoli monetari e fiscali, si può creare un *beautiful deleveraging*<sup>37</sup>. La politica monetaria espansiva, in questo modo, non produce inflazione. Abusando con essa, invece, si

---

1. Gli azionisti della banca 2. I possessori di obbligazioni subordinate, ordinarie non garantite e senza garanzia 3. I correntisti con depositi oltre i 100.000 euro 4. Il Fondo interbancario di garanzia dei depositi.

A seconda dei casi, il bail-in può comportare la riduzione del valore delle azioni, fino al loro azzeramento, mentre chi possiede dei crediti nei confronti della banca può vederli svalutati oppure convertiti in titoli azionari.

<sup>37</sup>ciò è particolarmente vero per i Paesi i cui debiti sono principalmente denominati in valuta nazionale, in modo che in casi più gravi si possa ricorrere alla monetizzazione del debito

corre il serio rischio di incorrere in spirali inflazionistiche ed in alcuni casi in iperinflazione<sup>38</sup>.

Per uscire dalla crisi bisogna raggiungere un tasso di crescita dei redditi superiore al tasso di interesse nominale, in modo da ridurre l'onere debitorio.<sup>39</sup> Quel che succede durante un deleveraging ben gestito è che la distruzione del credito viene compensata dalla creazione di denaro.

Combinando le 4 leve, il sistema ritorna alla normalità. La ripresa dell'attività economica e i rialzi dei mercati azionari tendono ad essere lenti, anche durante un *beautiful deleveraging*. Tipicamente servono dai 5 ai 10 anni affinché l'attività economica reale torni al picco massimo precedente<sup>40</sup>.

I Governi, in una fase di depressione dell'attività economica, tendono a scegliere la stampa di moneta piuttosto che l'*austerità*, perché quest'ultima causa più sofferenze che vantaggi. Le grandi ristrutturazioni bruciano troppa ricchezza in poco tempo e i trasferimenti di ricchezza dai ricchi ai poveri non avvengono in misura sufficiente senza innescare una rivoluzione; quindi, queste due leve non possono essere utilizzate da sole. La storia ci insegna che i casi in cui i decisori utilizzano le leve nell'ordine corretto<sup>41</sup> ottengono risultati molto migliori dei casi in cui i decisori impongono prima l'*austerità*<sup>42</sup>.

---

<sup>38</sup> Come accaduto alla Repubblica di Weimar negli anni '20.

<sup>39</sup> Secondo Dalio R., il segreto per gestire bene le crisi del debito è che i decisori sappiano usare bene le loro leve e abbiano l'autorità necessaria per usarle, sapendo a quale tasso annuo andranno ripartiti gli oneri, chi ne trarrà beneficio, chi ne soffrirà e in quale misura. Egli ritiene inoltre che gestire depressioni quando i debiti sono denominati in valuta nazionale, soprattutto quando quest'ultima è la riserva di valore mondiale (come nel caso del dollaro statunitense di oggi), sia molto più facile perché si hanno a disposizione più leve e più autorità per utilizzarle. È difficile, inoltre, che in questi casi si finisca per arrivare a depressioni inflazionistica, a differenza invece del caso in cui molti debiti dello Stato sono denominati in valuta estera. Il punto di bilanciamento e di sostenibilità a lungo termine è invece quello che eguaglia la crescita dei redditi aggregati con il tasso nominale di interesse. Avere più reddito rispetto al servizio del debito da pagare è una fondamentale, ma non esaustiva condizione di sostenibilità.

<sup>40</sup> Da qui deriva il termine "decennio perduto"

<sup>41</sup> Ad esempio Stati Uniti nel 2008.

<sup>42</sup> Ad esempio Stati Uniti nel 1929.

Se queste condizioni non vengono rispettate, il risultato è un *ugly deleveraging*. L'economia entra in una spirale deflazionistica e la contrazione del Pil e dei mercati finanziari è intensa e persistente.



## CAPITOLO 2

### Il modello inflazionistico dei grandi cicli del debito

#### 2.1 Debiti denominati in valuta estera: deflazione o inflazione?

Per alcuni Paesi, quando si innescano le dinamiche del *deleveraging*, è più probabile che esso si manifesti in forma inflazionistica. Questo accade quando:

- non hanno una valuta di riserva (quindi non c'è una propensione globale a conservare la sua valuta/debito come deposito di ricchezza);
- hanno basse riserve di valuta estera (quindi non hanno un cuscinetto consistente per proteggere il Paese dai deflussi di capitale);
- hanno molto debito estero (quindi c'è una vulnerabilità all'aumento del costo del debito e alla perdita di valore della valuta nazionale nei confronti della valuta estera);
- hanno un *deficit* di bilancio e/o disavanzo corrente alto e in ulteriore aumento (che impone di prendere in prestito o stampare moneta per finanziare i *deficit*);
- hanno tassi d'interesse reali negativi (tassi di interesse significativamente inferiori ai tassi di inflazione), quindi compensano inadeguatamente i prestatori per la detenzione della valuta/debito;
- hanno avuto in passato problemi valutari e di inflazione eccessiva che ne minano la credibilità mondiale.

La dinamica valutaria è ciò che produce le depressioni inflazionistiche. I detentori di debito nei Paesi che hanno una valuta dagli scarsi rendimenti sono motivati a vendere e a spostare i capitali in un'altra valuta o in un deposito di ricchezza non valutario, come l'oro. Quando c'è una crisi del debito e l'economia di un Paese è debole,

tipicamente la banca centrale non può aumentare i tassi d'interesse a sufficienza per compensare la debolezza della valuta.

In questi casi, i Paesi si trovano ad affrontare la difficile decisione di restringere il credito per mantenere una valuta “forte”<sup>43</sup>, o aumentare il credito e stimolare l'economia interna tramite l'immissione di moneta nel sistema. I *trade-off* della banca centrale tra inflazione e crescita sono più facili da gestire quando il denaro scorre verso la valuta di un Paese e più difficili da gestire quando defluisce<sup>44</sup>.

Quando non c'è domanda di valuta ed i flussi di capitale sono in uscita, si genera la dinamica opposta. Gli interessi sul debito denominato in valuta estera aumentano e non sono ripagabili perché la valuta nazionale perde di valore, c'è scarsa fiducia tra gli investitori sul Paese e aumentano gli spread creditizi.

### **2.2.1 Fase di avvio del ciclo: credito in espansione**

Nel modello dei *deleveraging* inflazionistici di lungo termine, in una prima fase l'economia e il credito sono in espansione. I capitali affluiscono nel Paese, che ha un buon potenziale di investimenti produttivi. I livelli di debito sono sostenibili e il bilancio delle partite correnti è positivo, con le esportazioni che aumentano e riflettono la fiducia verso il Paese.

In un simile contesto aumentano i capitali esteri, che finanziano investimenti redditizi e generano crescita produttiva. Quando inizia il ciclo, debito e redditi aumentano a tassi paragonabili. I mercati del debito e dell'equity sono forti, il che incoraggia gli investimenti. Il settore privato, il governo e le banche iniziano a indebitarsi, il che è conveniente per loro perché i redditi aumentano rapidamente e quindi è più facile servire il debito. Aumenta così la domanda di valuta da parte degli investitori esteri, che la usano sia come riserva di valore (investendo sulle obbligazioni governative del

---

<sup>43</sup> Nel mercato dei cambi, per evitare svalutazioni della moneta.

<sup>44</sup>flussi di capitale nella propria valuta nazionale generano condizioni interne più accomodanti e danno fiducia alla valuta facendo aumentare la crescita e abbassare gli interessi da corrispondere per i pagamenti del proprio debito nazionale.

Paese) sia sull'attività produttiva interna. Se la bilancia dei pagamenti<sup>45</sup> è in positivo, aumenterà la domanda di valuta rispetto alla sua offerta.

I flussi in entrata nella valuta nazionale possono essere usati dalla banca centrale per rivalutare la moneta, abbassare i tassi di interesse o per aumentare le riserve. Si ricorre alla sterilizzazione per operare nel mercato dei cambi.

Se le BC vogliono impedire alla valuta interna di crescere, la scambieranno con altre valute, aumentando le riserve. La valuta estera può essere reinvestita in attività produttive, bond ed essere utilizzata per operare nel mercato dei cambi per riacquistare la propria valuta, facendola rafforzare.

### **2.2.2 Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo**

Nella fase di bolla, come per i *deleveraging* di forma deflazionistica, i prezzi della valuta e degli asset aumentano e sono sempre più finanziati dal debito. L'aumento dei prezzi genera una dinamica per cui sempre più gente ha fiducia nel sistema economico e compra valuta e *assets* per ottenere rendimenti. Questi acquisti avvengono sempre di più con capitale di debito, che cresce rapidamente rispetto ai redditi.

Il processo tende ad autoalimentarsi perché gli afflussi fanno crescere la valuta, fino a raggiungere un livello di maturità tale da invertirsi. Durante le bolle, i rendimenti totali degli *assets* per gli investitori esteri<sup>46</sup> sono molto attraenti. Questo, unito alla vivace attività economica del Paese, incoraggia più afflussi dall'estero e meno deflussi dall'interno. Con il tempo il Paese diventa il luogo più ambito in cui investire e i suoi asset diventano ipercomprati, facendo emergere bolle del debito e del mercato azionario.

---

<sup>45</sup>La bilancia dei pagamenti è un sistema di conti in cui sono registrate le transazioni economiche degli operatori residenti in un paese con il settore estero. Si basa sul metodo della partita doppia con un sistema di crediti e debiti. Il saldo della bilancia è determinato dalla somma algebrica del saldo della bilancia commerciale e del saldo dei movimenti di capitale. Quando il saldo è positivo si registra una crescita di pari ammontare delle riserve ufficiali del Paese, quando è negativo una diminuzione delle riserve ufficiali.

<sup>46</sup>Cioè i prezzi degli asset nella valuta locale più l'apprezzamento della valuta.

Gli investimenti nel Paese creano forte crescita e un aumento dei redditi, che rende più solvibili i debitori nel Paese e li rende più disposti a contrarre prestiti. I prezzi alti in esportazione<sup>47</sup>, aumentano il reddito nazionale e incentivano gli investimenti.

Quando il mercato diviene indebitato e con un tasso di crescita al di sopra del suo potenziale, diventa maturo per un'inversione. La crescita economica, per mantenere questi ritmi, ha bisogno di essere finanziata sempre da più capitale di debito e da flussi di finanziamento esteri, con conseguente aumento del debito denominato in valuta estera.

### **2.2.3 Fase di depressione economica**

Quando gli eccessi che hanno causato la bolla diventano insostenibili, il ciclo si inverte. Gli afflussi di capitale che erano arrivati nella fase espansionistica ora si fermano o arrivano in maniera più graduale. Il saldo della bilancia dei pagamenti peggiora perché le esportazioni sono sempre meno attraenti per i Paesi esteri, data la forza della valuta nazionale. Gli asset, che avevano registrato afflussi di capitale record, ora scendono perché non c'è abbastanza domanda per sostenere il prezzo e gli stessi fattori che ne avevano causato una forte espansione nella prima fase, ora ne causano una spirale contraria.

Spesso, ciò che determina l'inversione, non è un evento particolarmente sconvolgente. Può accadere che ci sia qualche evento esogeno che ribalti completamente gli equilibri, ma il processo può essere innescato anche da cause diverse come paure circa le politiche interne, un cambiamento della politica monetaria o fiscale, un cambiamento del sistema del credito indotto da un'istituzione finanziaria in difficoltà o un aumento dei prezzi delle materie prime<sup>48</sup>. Una riduzione degli acquisti delle obbligazioni indotto dal ritiro di capitali esteri, inoltre, aumenta e fortifica il processo. In questo modo

---

<sup>47</sup> Solitamente per le materie prime.

<sup>48</sup> Un'altra causa che alimenta la perdita di competitività del mercato nazionale e il calo del reddito dalla vendita di beni e servizi all'estero (ovvero, la valuta è salita fino al punto che le esportazioni del Paese sono diventate costose. Nonostante questa sia spesso una causa che alimenta il fenomeno, l'evento principale e che innesca la spirale è il deflusso di capitali dall'estero per la graduale perdita di fiducia del mercato verso il Paese.

aumentano i rendimenti delle obbligazioni ed il tasso di interesse da corrispondere ai finanziatori.

A questo punto il processo è pienamente alimentato e i bilanci delle aziende peggiorano perché la crescita decelera, in questo modo la disoccupazione aumenta e il reddito delle famiglie si restringe. Il mercato azionario sconta in anticipo le conseguenze dell'inversione e ci sono deflussi di capitale interno ed esterno che contribuiscono a rafforzare un effetto ricchezza negativo. Il livello dell'attività economica e della produzione, dopo aver toccato il picco durante la bolla, cala inesorabilmente durante la fase di depressione.

#### **2.2.4 Governo e banca centrale: il contrasto della crisi**

A questo punto il compito del Governo e della banca centrale è arduo perché i flussi negativi deprezzano la valuta e fanno aumentare i tassi di interesse da corrispondere per le obbligazioni. Le autorità si trovano nella condizione di decidere se far svalutare la moneta o sostenerla, utilizzando le riserve di valuta estera accumulate nel periodo di fertilità. Nel modello deflazionistico la decisione delle autorità era più immediata perché le riserve della banca centrale, la forza della valuta nel mercato Fx e il debito denominato principalmente in valuta nazionale, rendevano più agile la scelta di abbassare i tassi di interesse e stimolare l'economia.

Una risposta comune delle banche centrali in questo contesto è quella di aumentare i tassi di interesse per remunerare maggiormente gli investitori, ma ciò contrae il credito interno e la crescita economica. Contemporaneamente, le BC vendono valuta estera per sostenere la moneta nazionale. Questa strada spesso fallisce<sup>49</sup>.

In questa situazione, il compito per la banca centrale è arduo. Ulteriori attese di svalutazione della moneta incoraggerebbero il ritiro di capitali a meno di tassi di

---

<sup>49</sup>. Questo perché la differenza del tasso spot/forward aumenta molto in quanto gli investitori, per il peggioramento delle condizioni macroeconomiche, si aspettano un deprezzamento della valuta. In questa condizione per far affluire capitali c'è bisogno che il tasso di interesse bilanci la differenza tra spot e forward. Se il mercato si aspetta che la valuta si deprezzerà del 10% in un anno, i tassi di interesse devono aumentare del 10% per compensare la svalutazione e ciò restringe l'accesso al credito.

interesse abbastanza alti da compensare la svalutazione. Le strade per difendere la moneta sono quindi 2:

- aumentare i tassi di interesse e contrarre il credito interno<sup>50</sup>;
- impiegare tutte le riserve estere possibili per prevenire il deprezzamento della valuta e l'allargarsi del deficit nella bilancia dei pagamenti.

Più il Paese fa ricorso alla politica monetaria per tentare di sostenere la valuta, più fa aumentare il differenziale dei tassi di interesse per sorreggere artificialmente la valuta spot<sup>51</sup>. Di conseguenza si innesca un effetto *boomerang*, in cui il tasso *forward* tende a trascinare giù con sé quello *spot* all'aumentare dello *spread* sui tassi d'interesse. Alla fine, la valuta *spot* colma il divario dopo che viene lasciata svalutare. Per ristabilire una situazione idilliaca in cui gli interventi avrebbero effetto sul sistema economico, le autorità dovrebbero dare abbastanza fiducia agli investitori in modo che non prevedano un deprezzamento a termine.

Un ultimo tentativo che le autorità intraprendono per sostenere la moneta è quello di impedire fuoriuscite di capitale dal Paese. Ciò ha molti lati negativi e difficilmente costituisce un rimedio alla situazione. Investitori e risparmiatori, infatti, nella maggior parte dei casi troveranno modi per aggirare i vincoli imposti<sup>52</sup>. Dopo che anche questo tentativo fallisce, la banca centrale ed il governo non hanno altra opzione che lasciar svalutare la moneta.

#### ***2.2.4.1 La spirale inflazionistica***

A questo punto del ciclo, quando è stato fatto tutto il possibile per difendere la valuta senza successo, la banca centrale può stampare moneta più efficacemente.

I pericoli causati da un forte aumento dei tassi di interesse e dalla perdita totale delle riserve di valuta estera sono anche più gravi di una svalutazione della moneta. Le svalutazioni, infatti, stimolano l'economia e i mercati. Il calo della moneta tende a far

---

<sup>50</sup>i profitti delle aziende, il mercato azionario e gli interessi da corrispondere per le obbligazioni statali (in modo da aumentare il rapporto debito/Pil).

<sup>51</sup>In questo modo il Paese sostiene lo spot, ma il forward continuerà a calare in proporzione.

<sup>52</sup> Ed aumentebbe lo spread creditizio e la percezione del rischio paese.

aumentare il valore degli asset misurati nella valuta, a stimolare le esportazioni e a contribuire all'aggiustamento della bilancia dei pagamenti riportando la spesa in linea con il reddito<sup>53</sup>.

In questo modo le aziende hanno più stimoli alla produzione interna perché hanno difficoltà a reperire merce dall'estero a prezzi accettabili e la domanda generale dei suoi prodotti aumenta dall'esterno. Per i Paesi con scarsità di materie prime e semilavorati da utilizzare nei processi produttivi, però, questo crea notevoli pressioni inflazionistiche<sup>54</sup>.

Un calo valutario graduale e persistente induce il mercato ad aspettarsi che la svalutazione prosegua anche in futuro, il che può incoraggiare un aumento del ritiro dei capitali e della speculazione, allargando il divario della bilancia dei pagamenti. Una svalutazione prolungata, inoltre, rende l'inflazione più persistente, alimentando una psicologia inflazionistica.<sup>55</sup>

In questo contesto sarebbe meno dannoso avere una svalutazione "*una tantum*", così che il mercato sia colto di sorpresa e non si alimenti l'aspettativa di un continuo calo persistente.<sup>56</sup> Per restringere la fuga di capitali, le autorità centrali sono portate ad aumentare i tassi di interesse di breve termine, che porta ad un'inversione della curva dei rendimenti obbligazionari. La depressione è particolarmente grave quando i debiti nazionali sono principalmente finanziati da valuta estera.

Dopo una diminuzione del Pil nella fase di depressione ed un aumento della disoccupazione, la situazione si normalizza per vari fattori. Due tra essi sono:

- gli aiuti internazionali<sup>57</sup>;

---

<sup>53</sup> Inoltre, fa calare le importazioni (perché le rende più costose), favorendo i produttori nazionali.

<sup>54</sup> Perché è necessario comprare merce proveniente dall'estero e aumentare i costi di produzione.

<sup>55</sup> Il ritiro dei capitali non è compensato in pieno dalla banca centrale attraverso la stampa di moneta, che rischierebbe di consentire a più persone di uscire dalla valuta, peggiorando la fuga di capitali.

<sup>56</sup> Quando la fuga di capitali dal paese si aggrava di colpo, per la banca centrale è molto più difficile intervenire perché bilanciando con stampa di moneta si crea più incentivo per uscire dalla valuta nazionale e comprare valuta e asset esteri.

<sup>57</sup> Infatti, i Paesi cercano in tutti i modi di non sospendere i finanziamenti verso il FMI perché in situazione estreme esso può fungere da creditore di ultima istanza.

- le riforme politiche

Il grande squilibrio nella bilancia dei pagamenti si colma perché:

- importare dal Paese in difficoltà diventa estremamente attraente per i Paesi esteri;
- la banca centrale attraverso la stampa di moneta e gestendo inflazione e tassi di interesse riesce a rendere di nuovo desiderabile la moneta nei circuiti internazionali<sup>58</sup>.

L'inflazione aumenta tipicamente del 15%, con un picco intorno al 30% e resta elevata in media per circa 2 anni dal picco. Il grafico 2.1 ha come riferimento la *core inflation*, quindi non considerando componenti più volatili come generi alimentari ed energia che renderebbero altrimenti la salita dei prezzi ancora maggiore.

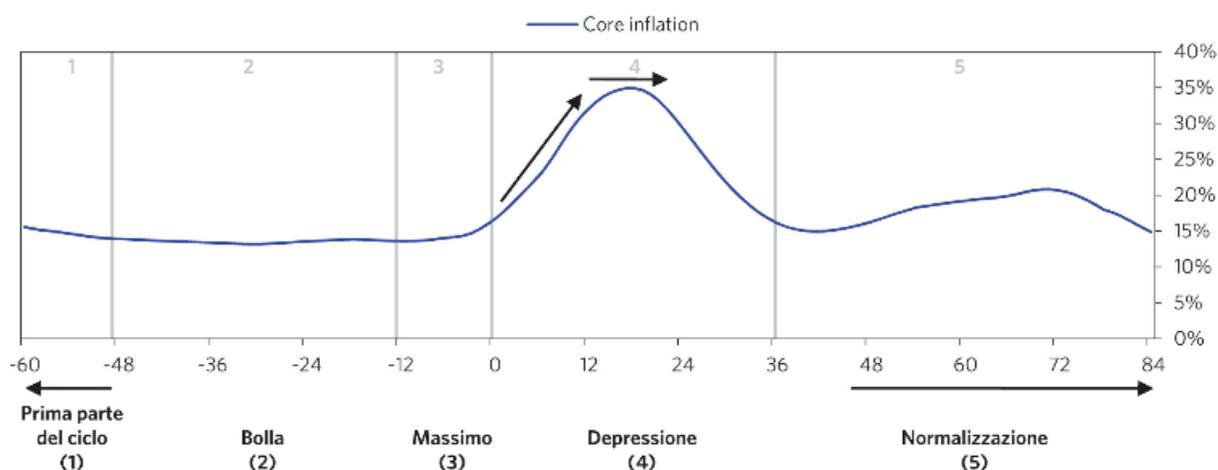
A differenza dello scenario deflazionistico, non è comunque raro che gli indici azionari possano continuare a salire in termini nominali. Questo accade perché i profitti delle aziende continuano ad aumentare e gli investitori detenendo liquidità sono certi della perdita di potere d'acquisto.

---

<sup>58</sup> Oltre che ad un miglioramento del saldo della bilancia commerciale, lo Stato in difficoltà ha bisogno di una politica monetaria efficiente. Per assicurare un tasso di rendimento soddisfacente agli investitori ad un tasso di interesse reale relativamente basso (che è ciò che serve alle deboli condizioni del paese) bisogna svalutare la valuta forte. L'obiettivo della banca centrale è quello di lasciare che la valuta diventi abbastanza a buon mercato da riuscire a fornire lo stimolo necessario all'economia e alla bilancia dei pagamenti, e nel frattempo inasprire a sufficienza la politica monetaria per rendere attraenti i rendimenti della valuta.

**Figura 2.1**

Percorso della *core inflation* durante le fasi di deleveraging inflazionistico



Fonte: Dalio R. (2018)

### 2.2.5 Ugly and beautiful deleveraging

Il Paese tende a riprendersi quando le fughe di capitali si interrompono e i flussi di capitali esteri entrano nell'economia nazionale, facendo diminuire l'inflazione. Le esportazioni eccedono di molto le importazioni e ciò migliora il conto delle partite correnti, i tassi di interesse a breve termine iniziano a calare. In questa situazione si ottiene un *beautiful deleveraging*.

Una situazione di *ugly deleveraging*, invece, avviene se le autorità non riescono a bilanciare le leve di politica economica e fiscale e non riescono a far fronte al servizio del debito finanziato dalla valuta estera. Le autorità hanno così la sola opzione di stampare moneta per lungo tempo, portando ad una situazione di estrema stabilità e sfiducia internazionale che prepara il Paese per una fase di iperinflazione. In questi casi, non si riesce a portare la spesa in linea con il reddito e si cerca di finanziare lo squilibrio con la creazione di nuova moneta. Benchè nel breve periodo possa sembrare

l'unica opzione praticabile, nel lungo periodo un tale squilibrio non riesce ad essere compensato e porta a spirali inflazionistiche<sup>59</sup>.

La spirale, proprio come quella deflazionistica, viene innescata, oltre che dalle condizioni macroeconomiche, dalla psicologia di risparmiatori e degli investitori. Questi ultimi perdendo sempre più fiducia nella moneta sono portati a ricorrere a riserve di valore come l'oro per proteggere il loro potere d'acquisto o a cambiare valuta nazionale con valuta estera.

Il risultato è una svalutazione della moneta che viene stampata a ritmo incessante che non finanzia la crescita del Paese e non stimola la crescita. La dinamica viene autorinforzata dall'approvvigionamento di risorse. Le importazioni diventano più costose con conseguente aumento dei prezzi e dei salari<sup>60</sup>. Questa dinamica si tramuta in iperinflazione e si ripercuote inevitabilmente anche sul mercato del credito, favorendo i debitori e sfavorendo i creditori tramite tassi reali negativi.

Se le autorità non riescono a ristabilire un equilibrio ed il mercato perde completamente fiducia, nessuno sarà disposto a prestare denaro. In questo contesto i Governi non possono nemmeno attuare una politica fiscale aggressiva perché la tassazione sul reddito e sui patrimoni porta ancora più i risparmiatori e gli investitori a ritirare capitali dal Paese. Tra lo scenario di totale illiquidità del sistema bancario, con un mercato del credito paralizzato e la continua stampa di moneta, le autorità non possono far altro che continuare a stampare moneta.

Mentre una svalutazione della moneta di modeste entità può favorire l'economia portando le partite correnti in conto favorevole e rendendo più attraenti gli asset nazionali, una situazione di iperinflazione allontana tutti dall'economia nazionale e il

---

<sup>59</sup> Il caso storico più degno di nota riguarda l'iperinflazione che ci fu nella Repubblica di Weimar negli anni '20, che portò ad una situazione di estrema povertà e fragilità del tessuto produttivo tedesco e fu incredibilmente dolorosa sia per i ricchi imprenditori tedeschi che lasciarono la maggior parte della loro ricchezza in valuta nazionale, sia per il ceto medio/basso che con salari miseri non riuscivano nemmeno a soddisfare le esigenze più basilari in un mercato che vedeva il prezzo della merce raddoppiare ogni mese nei suoi picchi, fino ad arrivare a settembre del 2023 ad un'inflazione del 36.000.000.000%.

<sup>60</sup> O per effetto dell'indicizzazione o perché il mercato del lavoro richiede un salario maggiore dato il generale aumento dei prezzi

denaro perde totalmente il suo ruolo di riserva di valore<sup>61</sup>. In questa fase è inevitabile che si creino schieramenti populistici e ribaltamenti al potere. Disordini sociali e scioperi si diffondono nel Paese e gettano le basi per un nuovo ciclo.<sup>62</sup>

L'unica soluzione per uscire da una situazione simile è riformare l'economia del paese, sostituire la valuta con un'altra che riesca ad attirare la fiducia degli investitori (con ancoraggio a beni reali) e riformare il sistema legislativo e sociale.<sup>63</sup>

### *2.2.5.1 Normalizzazione*

L'inversione ed il ritorno alla normalità si verificano quando c'è un equilibrio tra offerta e domanda di valuta nazionale. Questo equilibrio è raggiunto con una combinazione di molti fattori. In parte è prodotto dalla bilancia commerciale positiva<sup>64</sup>, ma solitamente il contributo maggiore lo forniscono gli flussi di capitali. Ciò si verifica principalmente quando la banca centrale riesce a rendere nuovamente desiderabile detenere la valuta.

Affinchè gli investitori siano incentivati ad acquistare obbligazioni statali e a far convergere capitale nell'economia nazionale, i rendimenti reali della valuta devono essere positivi.

L'obiettivo della banca centrale è quindi quello di lasciare che la valuta diventi abbastanza attraente nei mercati internazionali, in modo da riuscire a fornire lo stimolo necessario all'economia e alla bilancia dei pagamenti<sup>65</sup>, inaspando a sufficienza la politica monetaria per rendere attraenti i rendimenti della valuta.

---

<sup>61</sup> Durante un periodo di iperinflazione gli unici modi per mantenere potere d'acquisto ed evitare di perdere tutto è comprare asset e beni reali, come sistemi produttivi, oro, argento (e in generale materie prime) o scambiare la valuta nazionale per valuta estera. I mercati azionari, con un'economia che va a rotoli e non riesce ad aumentare il suo Pil reale, pur apprezzandosi non riescono a compensare la forte svalutazione monetaria; quindi, nonostante sia una migliore riserva di valore della liquidità, non riescono a conservare potere d'acquisto nel tempo.

<sup>62</sup> Nella Repubblica di Weimar l'iperinflazione gettò le basi per l'ascesa di partiti populistici che sfociarono 10 anni dopo nella salita a potere del partito nazionalsocialista capitanato da Adolf Hitler.

<sup>63</sup> Novelli M. (2019).

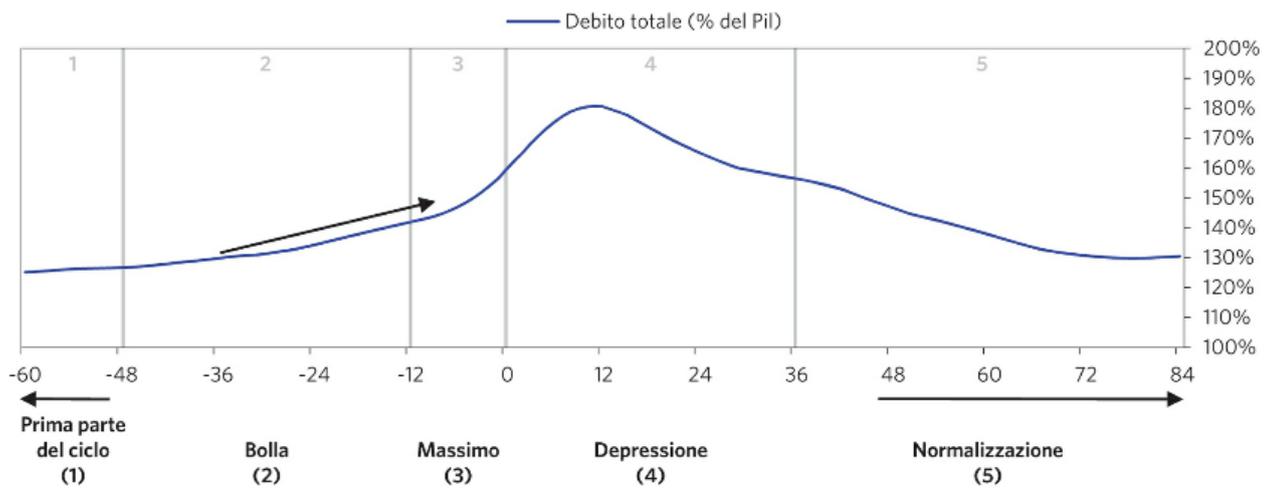
<sup>64</sup> Esportazioni – importazioni.

<sup>65</sup> Le importazioni in questo senso giocano un ruolo importante. Lo squilibrio tra il valore di valuta nazionale ed estera determinerà un aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Nei casi di *deleveraging* inflazionistico, il percorso del debito/Pil totale segue mediamente un andamento come illustrato dalla figura 2.2 (picco massimo durante la depressione):

**Figura 2.2**

Andamento del debito totale durante i *deleveraging* inflazionistici



Fonte: Dalio R. (2018)



## CAPITOLO 3

### Covid-19: il ruolo della Fed nel *deleveraging*

#### 3.1 Il modello economico della Fed

Durante l'emergenza sanitaria da Covid-19, le chiusure forzate, i lockdown e la paura di contrarre il virus hanno profondamente mutato le condizioni socioeconomiche della nostra società. Ma come l'economia ha risposto a questi sconvolgimenti e come può evolvere il ciclo economico da ora in avanti?

Per rispondere a queste domande è necessario porre l'attenzione sul ruolo delle banche centrali, in particolare della *Federal Reserve*. Le banche centrali, infatti, in virtù della loro composizione e dei poteri loro conferiti per l'esecuzione del loro mandato, hanno giocato un ruolo chiave nella risposta economica alla pandemia, tramite politiche economiche straordinariamente espansive, più di quanto si sia osservato in ogni altra epoca

La *Federal Reserve* fu istituita il 23 dicembre 1913 con lo scopo di rafforzare l'unità economica degli Stati Uniti d'America. Il Congresso degli Stati Uniti ha assegnato alla Fed due obiettivi chiave da perseguire: massimizzare l'occupazione<sup>66</sup> e stabilizzare i prezzi. Il *Federal Open Market Committee* (FOMC) definisce la politica monetaria ed è composto dai 7 membri del consiglio dei governatori e dai dodici presidenti regionali della *Federal Reserve Bank*<sup>67</sup>.

La Fed è garante del debito pubblico dei suoi Stati membri. Ciò significa che se il debito degli Stati Uniti rimane invenduto, la Fed deve acquistare tutti i titoli del Tesoro che non sono stati acquistati sul mercato.

Il Tesoro degli Stati Uniti mantiene un conto corrente presso la BC, attraverso il quale vengono gestiti i depositi fiscali federali in entrata e i pagamenti governativi in uscita. Come parte di questo rapporto di servizio, la Fed vende e rimborsa titoli di Stato

---

<sup>66</sup> E quindi portare l'economia su un sentiero di crescita di lungo periodo.

<sup>67</sup> Questi restano in carica per 8 anni e vengono nominati direttamente dal Presidente degli Stati Uniti d'America e confermati dal voto del Senato.

statunitensi come buoni di risparmio e buoni del Tesoro, note e obbligazioni. I suoi conti contengono il credito federale, che può essere convertito in banconote.

La Federal Reserve controlla principalmente tre strumenti della politica monetaria:

1. le operazioni di mercato aperto;
2. il tasso di sconto;
3. i requisiti di riserva.

Il *Board of Governors of the Federal Reserve System* è responsabile del tasso di sconto e degli obblighi di riserva, mentre il *Federal Open Market Committee* (FOMC) è responsabile delle operazioni di mercato aperto.

Attraverso l'uso di questi 3 strumenti, influenza la domanda e l'offerta di fondi che le istituzioni di deposito tengono presso le *Federal Reserve Banks* e in questo modo modifica il tasso dei fondi federali.<sup>68</sup> Una volta che il FOMC determina l'orientamento della politica appropriato per raggiungere i suoi obiettivi del doppio mandato, deve poi assicurarsi che questo orientamento sia effettivamente attuato. Il Consiglio e il FOMC hanno molti strumenti di implementazione della politica a loro disposizione per assicurare che l'orientamento della politica venga trasmesso ai mercati finanziari. In tempi normali, gli strumenti chiave sono: i tassi di interesse amministrati, gli acquisti e le vendite di titoli sul mercato aperto.

Le funzioni di riferimento della *Federal Reserve* sono:

- 1) conduzione della politica monetaria della nazione per promuovere la massima occupazione e prezzi stabili nell'economia negli Stati Uniti;
- 2) promozione della stabilità del sistema finanziario e minimizzazione dei rischi sistemici attraverso il monitoraggio attivo e l'impegno negli Stati Uniti e all'estero;

---

<sup>68</sup> Il tasso dei fondi federali è il tasso di interesse al quale le istituzioni di deposito prestano i saldi alla *Federal Reserve* ad altre istituzioni di deposito durante la notte. La stampa effettiva di banconota cartacea e l'emissione di titoli del Tesoro, non è strettamente prerogativa della Fed. È infatti il *Bureau of Engraving and Printing* (BEP), un'agenzia governativa all'interno del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti che progetta e produce per il governo degli Stati Uniti e per la *Federal Reserve* la carta moneta. Oltre alla moneta cartacea, il BEP produce titoli del Tesoro; commissioni militari e molti tipi diversi di carte d'identità.

3) rafforzamento della sicurezza e della solidità delle singole istituzioni finanziarie e monitoraggio dell'impatto delle istituzioni bancarie sul sistema finanziario nel suo complesso;

4) promozione della protezione dei consumatori e lo sviluppo delle comunità attraverso la supervisione e l'analisi dei consumi e delle tendenze emergenti dei consumatori.<sup>69</sup>

Anche se non citata in modo esplicito nello statuto giuridico della *Federal Reserve*, la strategia utilizzata per la politica monetaria statunitense si fonda sulla Regola di Taylor, ovvero su un mandato duale con il compito di stabilizzare due variabili fondamentali: l'inflazione e la disoccupazione. Formalmente tale approccio è espresso dalla formula:

$$i = i * + \alpha(\pi - \pi *) - \beta(u - u *)$$

Il livello dei tassi ottimale è quello che riesce a minimizzare contemporaneamente il divario tra l'inflazione desiderata ( $\pi^*$ ) e quella effettiva ( $\pi$ ) ed il divario tra la disoccupazione naturale ( $u^*$ ) e quella realmente registrata ( $u$ ). A seconda dell'importanza attribuita dai *policy-makers* alla stabilizzazione dell'inflazione ( $\alpha$ ) o al livello di occupazione ( $\beta$ ), si terrà più o meno conto dell'una o dell'altra variabile, considerando il *trade off* che esiste tra le due variabili.

Il sistema finanziario americano, essendo "*Market Oriented*", fa sì che gli impulsi di politica monetaria posti in essere dalla Fed si propaghino fino all'economia reale tramite i mercati finanziari. La Fed non si è imposta uno stringente vincolo di inflazione (*Inflation Targeting*). Ciò le consente di improntare la gestione dei propri obiettivi in maniera meno vincolata, meglio adattandosi alle variazioni del ciclo economico. Tramite *Emergency Credit* ha inoltre la facoltà di concedere prestiti anche ad imprese industriali e altri intermediari finanziari diversi dalle banche.

Dalla metà degli anni '90, la Fed si è concentrata sulla conduzione della politica monetaria regolando il livello dei tassi di interesse a breve termine con l'obiettivo di influenzare le condizioni finanziarie generali in modo da promuovere il raggiungimento

---

<sup>69</sup><https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/the-fed-explained.pdf#page=24>

degli obiettivi del duplice mandato del Comitato. Questo approccio cerca di adeguare la politica in modo da favorire risvolti positivi per gli aggregati di spesa, per l'occupazione e per l'inflazione. Dal 2007, la *Federal Reserve* ha ampliato i suoi strumenti di politica per includere alcune misure di politica non convenzionali.

I principali strumenti non convenzionali utilizzati dalla Fed sono:

- forniture di liquidità;
- acquisti di asset;
- *forward guidance*;
- tassi di interesse negativi sui depositi *overnight*.

L'uso della *forward guidance* da parte del FOMC influenza le aspettative degli operatori economici sul futuro corso della politica monetaria. In questo modo le famiglie e le imprese hanno utilizzato ed utilizzano queste informazioni per prendere decisioni di spesa e investimento<sup>70</sup>.

La funzione primaria del regime di riserva obbligatoria è invece quello di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario. Tale funzione è assolta dal meccanismo di mobilitazione della riserva, che consente alle istituzioni creditizie di attenuare le fluttuazioni giornaliere della liquidità, compensando eventuali sbilanci transitori sui conti di riserva con saldi di segno opposto registrati nell'arco dello stesso periodo di mantenimento.

La Fed ha utilizzato questi strumenti per rispondere prontamente alle crisi, che hanno portato ad espandere il bilancio sia nel 2008-2009 sia nel 2020-2021. Durante i primi mesi della pandemia di coronavirus (COVID-19), il bilancio della Fed è aumentato da 4,3 trilioni di dollari a metà marzo 2020 a quasi 7,2 trilioni di dollari all'inizio di giugno 2020 (come mostrato dalla figura 3.1). Il maggior contributo all'espansione del bilancio è stato un aumento di 2,1 trilioni di dollari nelle partecipazioni di titoli garantiti da ipoteca del Tesoro e delle agenzie.

---

<sup>70</sup>La *forward guidance* sulla futura politica monetaria può influenzare le condizioni finanziarie ed economiche di oggi in modo che gli agenti economici abbiano aspettative razionali e siano informati sugli sviluppi monetari che intende attuare la Fed.

**Figura 3.1**

**Attività in bilancio della Federal Reserve**



Fonte: *Bloomberg market research.*

**3.1.1 Risposte della Federal Reserve al Covid-19**

Le azioni della Fed in risposta alla pandemia da COVID-19 possono essere raggruppate in tre categorie:

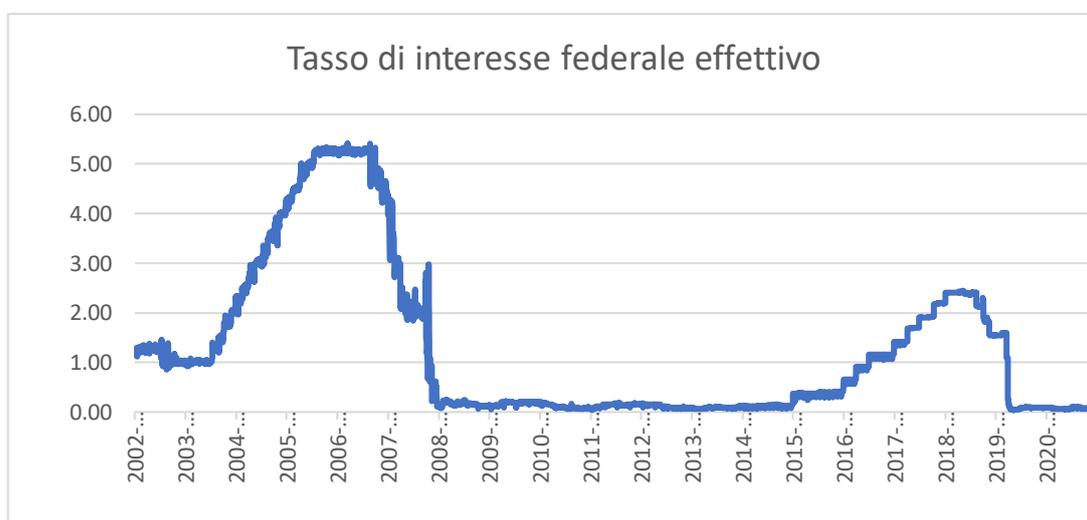
- abbassamento del tasso di interesse;
- stabilizzazione dei mercati finanziari;
- sostegno al flusso di credito nell'economia.

- Abbassamento del tasso di interesse

In primo luogo, l'organo di politica monetaria della Fed - il *Federal Open Market Committee* (FOMC) - ha rapidamente abbassato il tasso di interesse dei fondi federali<sup>71</sup>. Quest' ultimo è il tasso che le banche usano per prestarsi capitale vicendevolmente per i prestiti overnight. Durante le riunioni del 3 marzo e del 15 marzo, il FOMC ha votato per ridurre il target range per il federal funds rate di un totale di 1½ punti percentuali, facendolo cadere vicino allo zero.

**Figura 3.2**

Percorso degli ultimi 20 anni del tasso di interesse nominale della Fed



Fonte: *Federal Reserve Bank di New York*

La Fed ha inoltre chiarito che il tasso dello 0% sarebbe rimasto fino a quando non sarebbero stati raggiunti gli obiettivi di occupazione e Pil, tenendo stabili prezzi, soddisfacendo il suo doppio mandato. I movimenti del tasso d'interesse influenzano altri tassi d'interesse nell'economia, come quelli per i mutui o per i rendimenti obbligazionari.

<sup>71</sup> Tasso che le banche usano per prestarsi capitale vicendevolmente per i prestiti overnight

Questi passi hanno contribuito a rendere bassi i costi di prestito per le famiglie e le imprese in un momento critico, stimolando spesa e investimenti.

- Stabilizzazione dei mercati finanziari

La Fed ha effettuato una serie di passi per sostenere i mercati finanziari chiave. Per esempio, le condizioni di *trading* nel mercato dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti, fondamentali per il funzionamento generale del sistema finanziario, hanno mostrato gravi tensioni nella prima metà di marzo. I prezzi di questi titoli erano molto volatili ed era difficile per i venditori trovare sufficienti compratori. Allo stesso modo il mercato azionario ha subito il ribasso più brusco della sua storia, arrivando a perdere il 35% in pochi giorni sull'S&P 500.

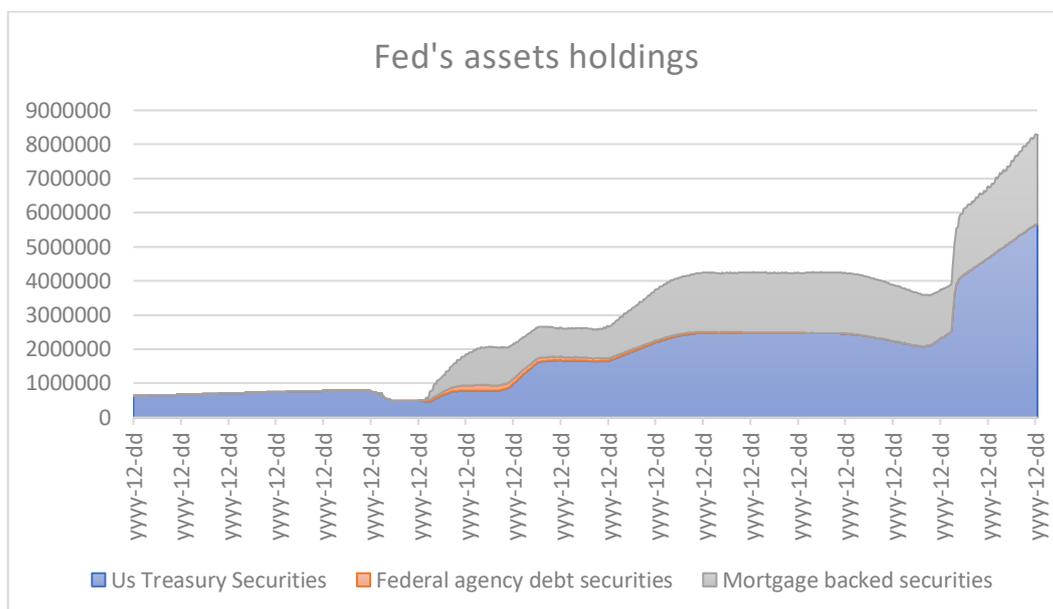
Le rassicurazioni sulla solvibilità strutturale degli istituti di credito e le ingenti iniezioni di liquidità hanno determinato però un repentino recupero degli indici azionari, che dopo 6 mesi, hanno raggiunto nuovi massimi storici<sup>72</sup>. La Fed ha agito in questo caso con grande prontezza e ha comprato circa 1,7 *trillion* di dollari tra metà marzo e la fine di giugno, aumentando anche i suoi acquisti di titoli garantiti da ipoteca.

---

<sup>72</sup> Questo è stato il "*bear market*" (ovvero un mercato ribassista in cui l'indice azionario perde più del 20%) più veloce della storia prima di tornare al rialzo

**Figura 3.3**

Suddivisione degli asset detenuti dalla Federal Reserve



Fonte: Consiglio dei governatori del sistema della *Federal Reserve* (USA)

In generale, gli acquisti di titoli da parte della Fed fanno funzionare i mercati quando le attività sono altrimenti difficili da vendere. Gli acquisti iniettano anche liquidità nell'economia e comunicano al pubblico che la Fed è pronta a sostenere parti importanti del sistema finanziario, generando quindi anche domanda dagli investitori privati e rimettendo in sesto il mercato del credito evitando una profonda depressione.

La risposta delle istituzioni monetarie e governative fa una profonda differenza nel modo in cui vengono gestite le crisi e i danni che da esse scaturiscono. La Fed stavolta è stata molto rapida ad attuare politiche monetarie ultraespansive coordinate con politiche fiscali espansive, molto più veloce di quanto fu durante la crisi del 2008 e soprattutto del 1929-1933.

- Sostegno del flusso di credito nell'economia

Per sostenere il flusso di credito alle imprese, alle famiglie e alle comunità dove non era altrimenti disponibile, la Fed ha introdotto diverse strutture temporanee di prestito e finanziamento. Queste strutture sono programmi formali di assistenza finanziaria

offerti dalla Fed per aiutare i mutuatari con esigenze di finanziamento. Ha inoltre introdotto molteplici strutture per sostenere vari tipi di finanziamento e mercati del credito, così come le imprese di tutte le dimensioni.

La Fed è autorizzata ad usare questi poteri di prestito in circostanze speciali e con l'approvazione del segretario del Tesoro. Si è quindi definito in questo modo il più vasto programma di acquisto titoli ed erogazioni di prestiti e contributi alle famiglie, preparando il terreno per la ripresa economica<sup>73</sup>.

La Fed ha inoltre istituito tre nuove strutture di prestito di emergenza, una *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF) e una *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF) per sostenere il credito ai grandi datori di lavoro e un rilancio del *Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) per fornire liquidità alle obbligazioni societarie in circolazione. Questi tre programmi hanno garantito nuove opzioni di finanziamento per le imprese per 300 miliardi di dollari.

La *Federal Reserve*, durante le tensioni legate al Covid-19 nel marzo 2020, ha continuato a offrire bassi tassi *overnight*, in modo ancora più aggressivo rispetto a quanto fatto durante il 2007-2009. Accordi di riacquisto a termine e *overnight* servono a garantire che l'offerta di riserve rimanga ampia anche durante i periodi di volatilità e per mitigare il rischio di pressioni sul mercato monetario. Queste operazioni hanno svolto un ruolo importante nell'assicurare che l'offerta di riserve rimanesse ampia e nel sostenere il regolare funzionamento dei mercati di finanziamento a breve termine in dollari statunitensi.

L'approccio "*dovish*"<sup>74</sup> della Federal Reserve all'implementazione della politica monetaria si è evoluto considerevolmente dalla crisi finanziaria del 2008, quando il FOMC ha stabilito un intervallo obiettivo vicino allo zero per il tasso dei fondi federali. Dalla fine del 2008 all'ottobre 2014, la Federal Reserve ha notevolmente ampliato la sua detenzione di titoli a più lungo termine attraverso gli acquisti sul mercato aperto con l'obiettivo di esercitare una pressione al ribasso sui tassi di interesse a lungo

---

<sup>73</sup><https://www.stlouisfed.org/open-vault/2020/august/fed-response-covid19-pandemic>.

<sup>74</sup> Termine indicante una politica monetaria accomodante ed espansiva, disposta ad iniettare liquidità nei circuiti finanziari.

termine e quindi sostenere l'attività economica e la creazione di posti di lavoro rendendo le condizioni finanziarie più accomodanti.

### **3.2 Prospettive economico-finanziarie negli Stati Uniti**

Nel corso della riunione del FOMC di gennaio 2022, i componenti del board hanno confermato il tasso di riferimento, fissato in un intervallo compreso tra lo 0% e lo 0,25%. La decisione è stata presa con il voto unanime. La banca centrale statunitense ha segnalato che, con un tasso di inflazione ben oltre il 2% e un forte mercato del lavoro, sarà presto opportuno rivedere al rialzo l'intervallo del tasso di interesse di riferimento (*federal funds rate*).

La Fed, inoltre, ha confermato l'intenzione di ridurre ulteriormente il ritmo di acquisto dei titoli di Stato, con l'obiettivo di portare a termine il programma nel corso del mese di marzo. Dopo l'operazione di riduzione ed azzeramento dei nuovi acquisti inizierà l'operazione di riduzione delle riserve delle banche presso la Fed e la corrispondente riduzione del bilancio federale, che è attesa lentamente drenare liquidità. Fino ad ora la Fed ha acquistato circa 120 miliardi di dollari di asset al mese. Ciò segnala ottimismo riguardo lo stato dell'economia e anche la diffidenza per la minaccia dell'inflazione, che è al suo tasso più alto da decenni. Il ritiro anticipato dell'accomodamento monetario e la continua scarsità di offerta ha prodotto una revisione al ribasso di 1,2 punti percentuali per il Pil degli Stati Uniti.

#### **3.2.1 Outlook Pil**

Il Pil degli Stati Uniti nel quarto trimestre 2021 ha evidenziato una salita del 6.9% con tasso annualizzato, maggiore delle stime degli analisti del 5.5%. Il ritiro anticipato dell'accomodamento monetario e la continua scarsità di offerta hanno però comportato una revisione al ribasso di 1,2% per il Pil. A gennaio 2022 la disoccupazione negli USA è scesa sotto il 3.9% in prossimità del record pre-pandemia del 3.6%. Al momento il livello totale di occupazione rimane di 3.6 milioni di posti di lavoro al di sotto del periodo pre-pandemico.

L'economia entra nel 2022 in una posizione più debole del previsto. Negli Stati Uniti, la politica monetaria e fiscale stanno entrambe convergendo verso una riduzione degli stimoli erogati all'economia che hanno sostenuto il Pil nel 2020 e 2021. Ciò è dovuto all'accelerazione dell'inflazione degli ultimi trimestri, che riduce il margine di manovra per gli stimoli fiscali e monetari. Si prevede che la crescita statunitense si modererà al 4% nel 2022<sup>75</sup>, più basso di 1.2% rispetto delle stime del *World Economic Outlook* (WEO) di ottobre.

### 3.2.2 Outlook inflazione

L'aumento dei prezzi dell'energia e la forte crescita della domanda dopo le restrizioni ed i *lock-down*, hanno fatto aumentare l'inflazione attuale e le aspettative di futuri aumenti dei prezzi. Negli Stati Uniti nel mese di gennaio 2022 l'inflazione ha raggiunto un +7.5%, su base annua. L'ultima volta che si era assistito ad un'inflazione così alta era nel 1982. L'*International monetary fund* si aspetta che l'inflazione elevata persista più a lungo di quanto previsto nel WEO di ottobre, con le interruzioni della catena di approvvigionamento e gli alti prezzi dell'energia che continueranno fino alla metà del 2022. Da quel punto, però, l'inflazione dovrebbe diminuire gradualmente man mano che gli squilibri tra domanda e offerta diminuiscono nel 2022 e la politica monetaria attenua le immissioni di liquidità.

Le interruzioni di fornitura hanno continuato a pesare sull'inflazione, che è stata più alta e più ampia di quanto previsto, in particolare negli Stati Uniti. Il livello dei prezzi ha continuato a salire per tutta la seconda metà del 2021, guidato dai prezzi dei combustibili fossili<sup>76</sup> che sono quasi raddoppiati nell'ultimo anno, facendo salire i costi dell'energia e causando un'inflazione più alta.

Si prevede che l'inflazione rimanga elevata nel breve termine, con una media del 4.2% negli Stati Uniti<sup>77</sup> nel 2022, prima di diminuire nel 2023. Supponendo che le aspettative di inflazione a medio termine rimangano stabili e che gli effetti della pandemia

---

<sup>75</sup>IMF - World economic outlook jan. 2022.

<sup>76</sup> Che sono quasi raddoppiati nell'ultimo anno, facendo salire i costi dell'energia e causando un'inflazione più alta, soprattutto in Europa.

<sup>77</sup>IMF: World economic outlook 2022.

svaniscano, l'inflazione dovrebbe diminuire man mano che le interruzioni della catena di approvvigionamento si attenuano, la politica monetaria si stringe e la domanda si riequilibra. Il rapido aumento dei prezzi del carburante dovrebbe anche moderarsi durante il 2022-23, il che contribuirà a contenere l'aumento dei prezzi. In questo modo si è attesi passare da un regime altamente inflattivo ad uno disinflattivo.

Nelle principali economie, la crescita nominale dei salari rimane contenuta, nonostante l'occupazione e la partecipazione tornino quasi ai livelli pre-pandemici. Negli Stati Uniti la situazione è diversa: un brusco calo della disoccupazione è stato accompagnato da una vigorosa crescita nominale dei salari. Questo suggerisce un grado di irrigidimento del mercato del lavoro statunitense non evidente altrove, data dalla disparità tra domanda di lavoro delle imprese ed offerta di lavoro limitata dei lavoratori. Ciò ha fatto aumentare i salari nominali e rappresenta un rischio che potrebbe portare ad un ulteriore aumento dei prezzi<sup>78</sup>. Di conseguenza, la *Federal Reserve* ha comunicato a dicembre 2021 che ridurrà gli acquisti di asset a un ritmo più veloce e ha segnalato che il tasso dei fondi federali sarà probabilmente portato allo 0,75-1,00% entro la fine del 2022, circa 50 punti base in più rispetto alla guidance precedente.<sup>79</sup>

Una politica monetaria meno accomodante negli Stati Uniti dovrebbe indurre un inasprimento delle condizioni finanziarie globali, mettendo sotto pressione le valute dei mercati emergenti e delle economie in via di sviluppo, dato il conseguente rafforzamento del dollar index.

Ciò darebbe ancora più spinta per le economie mondiali ed in particolare i mercati emergenti ad alzare i tassi d'interesse più alti, che renderanno i prestiti più costosi in tutto il mondo, mettendo a dura prova le finanze pubbliche. Già provati da problemi nelle catene di approvvigionamento, per i paesi con un alto debito in valuta estera, la combinazione di condizioni finanziarie più rigide, deprezzamenti dei tassi di cambio e un'inflazione più alta porteranno a un difficile compromesso tra politica monetaria e fiscale.

---

<sup>78</sup>Real Vision Finance (2022), The Near Future for Macro  
<https://www.youtube.com/watch?v=gOTqA6pYukA>.

<sup>79</sup> Real Vision Finance (2021), "Surprise, Surprise: Inflation Is Not Transitory?",  
<https://www.youtube.com/watch?v=f-4SEbgUpz4>.

### 3.2.3 Analisi ed outlook dei mercati finanziari

I rendimenti obbligazionari reali sono diminuiti significativamente nella maggior parte delle principali economie avanzate a partire dal 2021. Negli Stati Uniti, il calo si è verificato nella parte posteriore della curva, con i rendimenti reali a cinque anni a termine calati di 60 punti base, che riflette le preoccupazioni per le prospettive di crescita a lungo termine.

L'allentamento senza precedenti delle condizioni finanziarie globali durante la pandemia ha portato a un crollo della volatilità in tutte le classi di attività, incoraggiando gli investitori ad assumersi più rischi. Nei mercati azionari globali i prezzi delle azioni sono aumentati ulteriormente, spinti da tassi reali estremamente bassi.

In ragione della loro natura intrinseca, però, i mercati finanziari hanno carattere anticipatore, e nelle ultime settimane i mercati hanno scontato un restringimento dei bilanci federali ed un aumento dei tassi di interesse non ancora avvenuto. Le variazioni di questi prezzi rispecchiano il flusso di informazioni “nuove” ed ha portato i capitali a fluire tra le varie asset class, con un adeguamento del mercato obbligazionario che ha visto salire i rendimenti e del mercato azionario che ha distribuito valore da titoli *growth* a titoli *value*<sup>80</sup> e lungo la curva dei rendimenti delle obbligazioni, con preferenza verso le scadenze lunghe<sup>81</sup> rispetto alle scadenze corte.

Nei mercati obbligazionari, i tassi di lungo termine delle obbligazioni inglobano i tassi di breve periodo più le aspettative a lungo termine sulla crescita/inflazione. Ciò che si può attualmente concludere è che non c'è e non c'è stato alcun cambiamento nelle percezioni del mercato obbligazionario sull'equilibrio delle probabilità future che, con bassi livelli nominali e una forma sempre più piatta della curva dei rendimenti, sono inclinate decisamente verso un'inflazione strutturale non persistente e una decelerazione della crescita economica.

---

<sup>80</sup> I primi sono associati ad aziende con alti tassi di crescita di fatturato, utili e *cash flow* e scambiano a multipli più alti rispetto ai secondi, che rappresenta aziende

<sup>81</sup> Le scadenze lunghe sono solitamente meno affette da un rialzo dei tassi di interesse a breve termine che riflette un'inflazione non ancora strutturale, ma principalmente dovuta agli squilibri tra domanda ed offerta di approvvigionamento e sul mercato del lavoro.

Contrariamente all'aspettativa che i prezzi delle case diminuiscano durante le recessioni, i prezzi reali delle case sono aumentati del 5,3%, in media, a livello globale nel 2020. Mentre la crescita dei prezzi delle case è andata a gonfie vele, gli affitti residenziali sono cresciuti a un ritmo più lento, aumentando dell'1,8%, in media, in tutti i paesi nello stesso periodo. Considerando le implicazioni della crisi del 2008 (partita dal settore immobiliare), *policy-makers* hanno ragioni per monitorare e intraprendere azioni in risposta all'aumento dei prezzi delle case, infatti nel *meeting* di gennaio 2022, Jerome Powell, *chairman* della Fed, ha chiarito l'intenzione della banca centrale di limitare drasticamente gli acquisti dei *mortgage backed securities*, con l'intenzione di ridurre gradualmente la leva finanziaria nel sistema e permettere ai prezzi delle case di tornare su un sentiero più sostenibile.

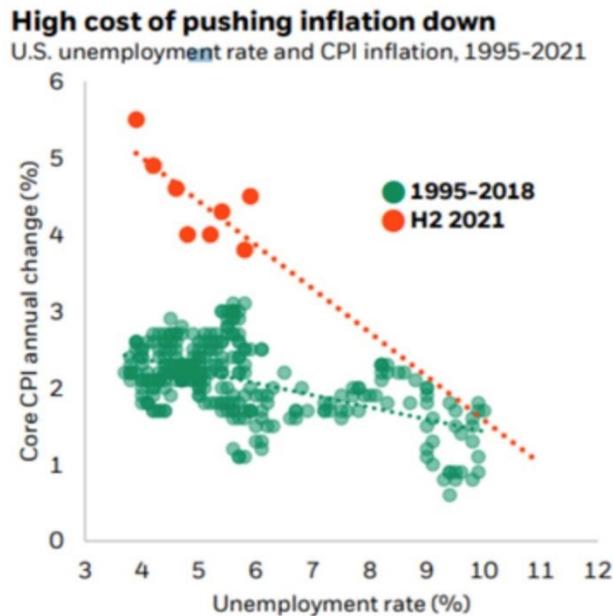
La figura 3.4 ci mostra come in seguito alla pandemia le condizioni macroeconomiche siano cambiate negli Stati Uniti. In particolare, mentre dal 1995 al 2018 il *trade off* tra *unemployment rate* e tasso di inflazione era contuto per cui con un'inflazione di un 2-3% si riusciva ad ottenere un tasso di disoccupazione dal 4 al 6%, ora con la pandemia le cose sono cambiate. Per il secondo semestre 2021, infatti, come mostrato dalla linea tratteggiata arancione, per ottenere lo stesso tasso di disoccupazione serve un'inflazione tra il 4 ed il 5%, di riflesso con le mutate condizioni macroeconomiche in seguito alla pandemia. Ciò rispecchia i severi *lock down* e il cambio di regime che il Covid-19 ha portato, in particolare per aver ampliato l'offerta di moneta disponibile ed aver ridotto l'offerta di beni e servizi, con i prezzi delle materie prime che sono salite in media di oltre il 30%.<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> Snider, J. (2022). "Setting Up To Repeat The Policy-Error Error", Alhambra Investment, <https://alhambrapartners.com/2022/02/11/setting-up-to-repeat-the-policy-error-error/>.

### Figura 3.4

Trade-off tra inflazione e disoccupazione negli Stati Uniti



Fonte: Alhambra investment research

I mercati azionari, all'inizio del 2022, sono scesi nella convinzione che le mutate condizioni espansive della Fed si potrebbero modificare in futuro per effetto del *tapering* annunciato sulle obbligazioni statunitensi. Durante le prime settimane del 2022, infatti, l'S&P 500 ha perso circa un 14%, mentre il Nasdaq 100, l'indice che traccia i titoli tecnologici, è arrivato a perdere il 19%. Il tasso di interesse pagato dal decennale statunitense è di circa l'1.8%. Se si considera un'inflazione del 6%, attesa ridursi verso circa il 4% verso la metà di quest'anno, si ottiene comunque un valore fortemente negativo dei tassi reali di interesse ottenuti investendo in obbligazioni statunitensi.

I rendimenti obbligazionari, come illustrato nella figura 3.5, sono ancora su livelli estremamente bassi se considerata la media degli ultimi 20 anni e ciò riflette un regime

economico che nonostante stia per lasciare spazio alla normalizzazione, ha ancora alti livelli di quantità di debito nei bilanci federali e tassi di interesse a livelli estremamente bassi rispetto alle medie storiche.

**Figura 3.5**

Rendimenti 10Y Treasury vs E/P S&P 500



Fonte: Piranhaprofits investment reserach

Considerando il *price to earnings* dell'S&P 500, inoltre, otteniamo un valore che per la fine di gennaio era di circa 24.8 volte gli utili<sup>83</sup>, del 15% circa più alto rispetto alla media storica degli ultimi 7 anni. Considerando le condizioni particolarmente espansive ed i rendimenti realicostantemente negativi del mercato obbligazionario, questo non sembra un dato fuori dall'ordinario, ma un premio che si riconosce per il mercato azionario in linea con le caratteristiche delle condizioni macroeconomiche. Il rapporto tra *earnings e price* dell'S&P 500 evidenzia un valore di 4 al 20 gennaio

<sup>83</sup> Piranha profits investment reasearch (2022) "January market analysis" <https://insight.piranhaprofits.com/uiip/premium/jan2022/>.

2022, un valore in linea con le medie storiche degli ultimi 20 anni e maggiore dell'1.8% di rendimento del decennale statunitense. La condizione è parecchio diversa dalla bolla delle “.com” nel 2000, quando le obbligazioni erano arrivate ad avere un rendimento superiore alle azioni, che erano salite tantissimo in poco tempo in balia di una psicologia degli investitori che ha portato alla creazione di una bolla speculativa. Al momento il flusso di denaro è ancora pendente verso il mercato azionario e ciò resterà fin quando l'economia è in crescita, le società aumentano i propri utili e *cash flows* e i rendimenti generali saranno favorevoli alle azioni rispetto alle obbligazioni. Con un'economia forte, quindi, testimoniata dalla *yield curve* che non dà ancora segni di inversione<sup>84</sup> (le scadenze lunghe del mercato obbligazionario statunitense rendono più delle scadenze brevi, come avviene durante sani cicli economici). non ci sono al momento forti segnali di un crollo dell'attività economica e dei mercati azionari. Esso, infatti, può essere considerato costoso se guardato secondo metriche come il *p/e ratio* o lo *shiller p/e ratio*, ma meno costoso se prendiamo in considerazione il *forward p/e* e soprattutto se paragonato con i rendimenti negativi reali che offre il mercato obbligazionario.

Le reazioni dei mercati ai cambiamenti (reali o percepiti) nelle politiche della *Federal Reserve* governeranno il modo in cui la politica meno accomodante negli Stati Uniti si riversa su altri Paesi, in particolare sui mercati emergenti. Qualsiasi comunicazione errata o incomprensione di tali cambiamenti può provocare una fuga verso la sicurezza, aumentando gli *spread* per le obbligazioni ed i mutui più rischiosi.

### **3.2.4 Rischi per le prospettive economiche**

Anche se i sintomi della nuova variante sono meno gravi della precedente, una maggiore trasmissibilità del virus o nuove varianti potrebbero ancora aumentare la carenza di manodopera e mettere pressione supplementare alle catene di fornitura. La crescita globale, in questo scenario, potrebbe scendere al di sotto della linea di base, soprattutto in caso di nuovi lockdown.

L'analisi dello *staff* del FMI suggerisce che le interruzioni dell'approvvigionamento hanno ridotto di 0,5-1,0 punti percentuali la crescita globale del PIL nel 2021,

---

<sup>84</sup> Real Vision Finance (2022), “Yields and US Dollar | The Big Conversation | Refinitiv” <https://www.youtube.com/watch?v=5i804fBB7yg>.

aggiungendo 1,0 punti percentuali all'inflazione di base. L'*outlook* di base presuppone che gli squilibri tra domanda e offerta diminuiranno nel corso del 2022. Ma più a lungo persistono, più è probabile che alimentino le aspettative di prezzi futuri più alti e più grande sarà il rischio per l'economia mondiale.

Le tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina e tra Russia ed Ucraina, inoltre, mettono in pericolo l'approvvigionamento energetico, il commercio internazionale e la cooperazione politica. Uno scenario del genere può costituire un forte rischio agli equilibri economici generali, in una situazione già precaria a causa della pandemia. In particolare, l'inflazione e gli alti livelli di debito potrebbero costituire un grave problema se la crescita economica dovesse decelerare.

La pressione dell'inflazione ha portato molte banche centrali ad adottare una posizione di politica monetaria più restrittiva. Le prospettive per i flussi di capitale sono migliorate, spinte dalla ripresa in corso e dalla robusta propensione al rischio globale. Le condizioni monetarie sono ancora ampiamente accomodanti, con tassi reali profondamente negativi. Un cambiamento improvviso nella politica monetaria, però, potrebbe risultare in un brusco inasprimento delle condizioni finanziarie. Un aumento dei tassi di interesse precoce e ritiro delle iniezioni di liquidità, influenzerebbe negativamente i flussi di capitale aumentando le pressioni nei paesi che affrontano problemi di sostenibilità del debito.

Durante il processo di normalizzazione, una sfida chiave della stabilità finanziaria affrontata dalle autorità monetarie sarà quella di evitare un ingiustificato inasprimento delle condizioni finanziarie che potrebbero danneggiare la ripresa. Su questo punto, c'è una significativa incertezza circa l'effetto sui prezzi delle attività, in particolare sui premi a termine delle obbligazioni.

Dalle ultime riunioni del FOMC, è molto probabile che venga ritirato lo stimolo monetario negli Stati Uniti nel 2022 (dove la ripresa è più avanzata rispetto ad altre nazioni nel mondo), con la prospettiva di un ritorno dei tassi di interesse verso le medie storiche negli anni a venire. Questo sottolinea la necessità di monitorare attentamente i principali indicatori chiave delle future pressioni inflazionistiche, la crescita dei salari, i margini di profitto delle imprese e gli oneri del servizio del debito che potrebbero aumentare significativamente con tassi d'interesse più alti.

I paesi con posizioni fiscali più forti e quadri politici più chiari saranno in una posizione migliore per gestire condizioni finanziarie globali più rigide. Un aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti in un contesto in cui la ripresa globale è ancora disomogenea, rischia inoltre di innescare debolezze valutarie diffuse in Paesi che non possono restringere la politica monetaria, con conseguente stravolgimento dei commerci globali.

### **3.3 Deleveraging attuale nel modello dei cicli del debito**

Le finanze pubbliche saranno sotto pressione nei prossimi anni, dato che il debito pubblico ha raggiunto livelli record per coprire le spese legate alla pandemia, in un momento in cui le entrate fiscali sono crollate. Tassi d'interesse più alti renderanno anche i prestiti più costosi.

Occorre ridurre i *deficit* fiscali, ma il ritmo della riduzione dipenderà della ripresa economica. È necessario, quindi, un migliore orientamento tra la politica monetaria e la politica fiscale per preservare la sostenibilità del debito.

In uno scenario di ripresa economica, dopo le ingenti immissioni di liquidità, la leva di una moderata *austerity* sembra la più adeguata a bilanciare le prospettive di crescita dei redditi con quelle di crescita dei tassi di interesse e riportare le economie verso la sostenibilità di lungo periodo.

Il ciclo attuale può essere quindi assimilato a uno inflazionistico. Il processo di *deleveraging* sarebbe stato inevitabile anche senza l'avvento della pandemia, ma con gli elevati stimoli monetari e fiscali e l'indebitamento cumulato, il processo è stato inevitabilmente velocizzato. L'inflazione, nonostante sia attesa diminuire, sarà probabilmente parte del nuovo paradigma post-Covid, in quanto strumento fondamentale per ridurre il valore reale del debito. Non siamo ancora nella fase in cui gli Stati Uniti e le altre economie stanno riducendo l'ammontare di debito, ma con la conferma di gennaio della Fed, il *deleveraging* avverrà a partire dalle prossime settimane. La pandemia ha stravolto le prospettive ed ha fatto sì che si accumulasse tanto debito in economie già ampiamente indebitate. Nonostante ciò, le risposte dei

decisori politici e della banca centrale hanno contrastato con grande efficacia le conseguenze negative della pandemia, bilanciando le forze deflazionistiche con quelle ultra-espansive delle ingenti immissioni di liquidità ed i piani di spesa fiscale ingenti<sup>85</sup>. Ciò ha per ora permesso di ridurre drasticamente il numero di ristrutturazioni del debito, soprattutto degli istituti finanziari<sup>86</sup>.

La velocità della risposta politica ha permesso di non avere un ugly *deleveraging*, evitandolo con ulteriore *leveraging*. Le autorità hanno deciso di ripristinare lo *status quo*. La soluzione ottimale per trasformare questo ciclo in un *beautiful deleveraging* è una riduzione graduale dell'indebitamento tramite una crescita del Pil e dei redditi maggiore del tasso di interesse nominale.

Le politiche di *austerity* saranno inevitabili una volta ristabilito l'equilibrio economico verso un percorso di crescita di lungo termine, in modo da ridurre l'indebitamento nella maniera ottimale.

Attualmente, i rischi maggiori sono quelli di ulteriori eventi straordinari che farebbero cambiare l'ordine mondiale e costringerebbero a un *ugly deleveraging*.

Un'iperinflazione<sup>87</sup>, nonostante il ciclo inflazionistico, non è probabile data la preminenza degli Stati Uniti, il ruolo che hanno negli equilibri geopolitici e nel commercio mondiale e la forza del dollaro sul mercato.

Un'iperinflazione richiederebbe un cambio dell'ordine attuale e grande sfiducia nel sistema economico statunitense. Questo processo potrebbe essere innescato solo da grandi fughe di capitali, dettate da eventi esogeni e non preventivabili. Nonostante le depressioni iperinflazionistiche siano possibili in tutti i Paesi e valute, ci sono alcune condizioni che le rendono più o meno probabili. In particolare, è più probabile in Paesi che:

- non hanno valuta di riserva e quindi non c'è propensione a conservare la valuta come deposito di ricchezza;

---

<sup>85</sup> In America saranno spesi oltre 4.000 miliardi nei prossimi 10 anni.

<sup>86</sup> A differenza del 2008 in cui questi ultimi erano in gravissima difficoltà e molti fallirono.

<sup>87</sup> Iperinflazione indica una situazione di inflazione particolarmente elevata tanto da indurre i consumatori ad usare valuta estera. Secondo i principi contabili internazionali (IAS 29) si parla di iperinflazione quando uno Stato tende a fissare i prezzi in valuta estera e quando il livello dei prezzi è raddoppiato nell'arco di un triennio.

- hanno limitate riserve di valuta estera, quindi non c'è un cuscinetto per proteggere dai deflussi di capitali;
- hanno sperimentato in passato iperinflazione che rende difficile per gli investitori avere fiducia nel sistema economico;
- hanno gravi squilibri nel conto delle partite correnti ed hanno un debito alto
- hanno un elevato debito denominato in valuta estera che non può essere monetizzato e rende le politiche monetarie meno efficaci;
- hanno tassi di interesse reali negativi e quindi i prestatori non sono adeguatamente compensati per sottoscrivere debito.

Dall'analisi delle condizioni sopra citate, ne consegue che gli Stati Uniti hanno alto debito e tassi di interesse reali negativi. Le altre condizioni, invece, non corrispondono con le caratteristiche tipiche di cicli iperinflazionistici; quindi, è decisamente poco probabile un esito di questo tipo. Con 8133 tonnellate d'oro al 16/12/2021, inoltre, gli Stati Uniti sono il Paese a detenere più oro al mondo in riserva<sup>88</sup>. La sola stampa di moneta non è il meccanismo classico che innesca un regime iperinflattivo. Lo è però se la sfiducia e le fughe di capitali costringono le autorità a una monetizzazione del debito e a una stampa eccessiva di moneta che è, tra le altre<sup>89</sup>, l'opzione migliore. Quando i capitali escono dal Paese, infatti, ciò che tende ad accadere è un aumento della speculazione e del tasso di inflazione, con contemporanea diminuzione del tasso di crescita. Il contrario tende ad accadere quando capitali fluiscono nel Paese.

L'attuale ordine statunitense prevede una graduale riduzione dell'indebitamento tramite inflazione e crescita del Pil. La volontà delle autorità è quindi quella di rendere il tasso di crescita nominale dell'economia sensibilmente maggiore della crescita nominale del debito, in modo da renderne la struttura sostenibile nel lungo periodo. L'inflazione diminuirebbe ulteriormente l'onere reale da restituire.

In caso di "*black swan event*", una stagflazione che non può più essere più compensata da forze espansive al suo contrasto è invece l'opzione più accreditata per un *deleveraging* futuro. Affinchè un simile scenario avvenga è necessario un evento

---

<sup>88</sup> Wall street Journal <https://www.we-wealth.com/news>.

<sup>89</sup> Analizzate nel sottoparagrafo 2.2.5 "Ugly and beautiful deleveraging".

straordinario che stravolga l'attuale ordine mondiale, dato che la pandemia ha testimoniato che al momento le autorità sono disposte a tutto per mantenere l'attuale *status* e una loro retromarcia non è contemplata. Al momento le minacce più gravi sono costituite da uno scontro militare Usa-Russia e da un'inflazione strutturale più alta delle aspettative che imporrebbe alla Fed un approccio più restrittivo con forte incremento dei tassi di interesse nei prossimi mesi.

## Conclusioni

L'obiettivo dell'elaborato è stato quello di collocare la crisi attuale da Covid-19 nel modello dei cicli del debito, traendone prospettive e scenari dall'analisi delle caratteristiche ricorrenti nei cicli deflazionistici e in quelli inflazionistici. A questo fine gli strumenti utilizzati sono stati l'analisi due modelli nel capitolo 1 e 2, mentre nel capitolo 3 sono stati l'analisi delle decisioni della Fed nel contrasto alla pandemia e le prospettive per le variabili macroeconomiche e per i mercati finanziari relativamente all'economia americana.

I risultati emersi sono che attualmente siamo nella fase di *deleveraging* di un ciclo inflazionistico. L'aumento dell'indebitamento per il contrasto alla pandemia ha accelerato drasticamente questo processo, che sarebbe stato comunque inevitabile anche se in maniera più graduale. L'inflazione al 7.5% a gennaio 2022 è la prova che il regime prevalentemente è quello inflazionistico. Ciò suggerisce che la riduzione del debito aggregato avverrà più in termini reali che nominali. I creditori vedranno quindi il loro potere d'acquisto prospettico ridursi, a vantaggio dei debitori che avranno più facilità nel ripagare il loro debito in termini reali<sup>90</sup>. Il Covid-19 ha sensibilmente accelerato questa fase, che sarebbe stata comunque inevitabile, ma con tempi ed intensità diversi.

---

<sup>90</sup> Real Vision Finance (2022), "Between Inflation and Deflation Lies More Volatility" <https://www.youtube.com/watch?v=nyJDw87rf0A>.

Gli Stati Uniti, però, non presentano le caratteristiche tipiche di un ciclo che si trasforma in iperinflazione, con perdita per il dollaro dello *status* di riserva di valore. Questo perché il debito statunitense è principalmente finanziato dalla Fed e non ci sono rischi di un mancato rimborso dei finanziatori in valuta estera; il dollaro continua ad essere la valuta di riferimento a livello mondiale. Gli Usa, inoltre, sono il Paese con più riserve d'oro al mondo, che possono proteggere in caso di deflussi di capitale. Una componente dell'inflazione attuale è più di tipo permanente che transitoria, derivante dalle condizioni del mercato del lavoro. Ciò comporta che anche in caso di recessione economica, sia più probabile il verificarsi di uno scenario inflazionistico con bassa crescita (stagflazione), piuttosto che uno iperinflazionistico.

Il modo in cui il *deleveraging* si realizzerà, dipenderà in gran parte dalle evoluzioni future della combinazione delle 4 leve a disposizione delle autorità (austerità, stampa di moneta, ristrutturazione dei debiti e trasferimenti di ricchezza). La condizione ambita dai *policy-makers* è quella di riportare il tasso di crescita del Pil ad un livello superiore del tasso di crescita del debito aggregato. Date le azioni di politica monetaria e fiscale restrittiva già annunciate ed il surplus di bilancio registrato dagli Usa a gennaio 2022, questa condizione è probabile che venga rispettata.

L'analisi dei mercati finanziari suggerisce invece che un *tapering* possa pesare sulle aspettative a lungo termine delle obbligazioni, attese in contrazione con rendimenti in aumento, soprattutto in uno scenario inflattivo con crescita economica. Il mercato azionario, invece, non mostra le caratteristiche tipiche di una bolla ed è ancora attraente se comparato con i rendimenti reali negativi delle obbligazioni, che implicano perdita di potere d'acquisto per gli individui *risk-averse*. Nei *deleveraging* inflazionistici (a differenza di quello deflazionistici) non è raro che gli indici azionari possano continuare a salire in termini nominali.

Gli attuali rischi maggiori sono di due tipologie:

1. i primi derivano da un'inflazione strutturale e permanente che minacci la ripresa economica. Affrettare troppo azioni di restringimento monetario e fiscale dovuti ad un'accelerazione dell'inflazione avrebbero infatti il rischio di anticipare una recessione con alti tassi di inflazione e bassi tassi di crescita del Pil bassi (stagflazione). Sarebbe auspicabile, invece, per continuare ad avere un *beautiful deleveraging*, uno scenario di un'inflazione in crescita contenuta

e una graduale *austerity* che permetta di colmare i *deficit* di bilancio, con Pil in crescita.

2. I secondi sono costituiti da eventi esogeni come lo scontro militare Usa-Russia o un altro evento esogeno in grado di alterare l'ordine attuale e trasformare questo processo di avviato *beautiful deleveraging* in un *ugly deleveraging*.

Ad oggi è impossibile prevedere cosa potrà accadere in futuro in grado di trasformare l'attuale riduzione del debito in un processo di riduzione negativa dell'indebitamento. Storicamente, però, processi di questo tipo sono stati causati da Guerre Mondiali, carestie, pandemie e rivolte popolari. La pandemia da Covid-19 è uno degli eventi esogeni in grado potenzialmente di ristabilire un nuovo ordine mondiale, ma la veemenza e il coordinamento con cui le autorità monetarie e fiscali hanno risposto alla crisi ha permesso agli Stati Uniti di restare il Paese di riferimento nell'economia mondiale.



## **Bibliografia**

Ark Invest (2022), “*Inflation, Interest Rates, Retail Sales, Crypto | ITK with Cathie Wood*” <https://www.youtube.com/watch?v=giydAxJTeow&t=1306s>.

Ark Invest (2021), “*inflation, Oil, China, Commodities, Velocity of Money | ITK with Cathie Wood*” <https://www.youtube.com/watch?v=2-LgSdUd7HU>.

BBVA (2020): “*From the Great Recession to the Great Pandemic: the differences between the 2008 and 2020 crises*”.

Blanchard Oliver J. (2019), “*Public Debt and Low Interest Rates*”, Working Paper 25621, National Bureau of Economic research, febbraio.

Carlin W. e D. Soskice (2014), “*Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System*”, OUP Oxford.

C. Borio, H. James e H. S. Shin (2014), “*The international monetary and financial system: a capital account historical perspective*”.

Dalio R. (2018), “*I principi per capire le grandi crisi del debito*”, Hoepli.

Dalio R. (2021), “*Principles for dealing with the changing world order*”, Hoepli.

Deloitte: (2020), “*Orchestrating the recovery of organizations and supply chains*”

[https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes\\_riforma/index.html](https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html).

<https://www.stlouisfed.org/open-vault/2020/august/fed-response-covid19-pandemic>.

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/treasury-market-reform-proposals-and-the-connections-between-ex-ante-and-ex-post-liquidity-tools.htm>.

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm>.

IMF: World economic outlook 2022.

Kelton S. (2020) “*Il mito del deficit. La teoria monetaria moderna per un'economia al servizio del popolo*”, Fazi editore.

Novelli M (2019), *“Cicli del debito, crescita economica e crisi finanziarie. Il ruolo del debito nell’economia”*, Il sole 24 ore.

Piranha profits investment reasearch (2022) *“January market analysis”*  
<https://insight.piranhaprofits.com/uip/premium/jan2022/>

Principles by Ray Ralio (2015), *“Come funziona la macchina dell’economia”*  
<https://www.youtube.com/watch?v=MoGuH3JbMPw>.

Real Vision Finance (2022), *“The near future for macro”*  
<https://www.youtube.com/watch?v=gOTqA6pYukA&t=1s>.

Real Vision Finance (2022), *“Pressure on the Fed Rises as the CPI Hits a 40-year”*  
High <https://www.youtube.com/watch?v=9o-rlyidKqA>.

Real Vision Finance (2022), *“Between Inflation and Deflation Lies More Volatility”*  
<https://www.youtube.com/watch?v=nyJDw87rf0A>.

Real Vision Finance (2022), *“Is The Fed Hiking Into a Growth Slowdown? | The Big Conversation | Refinitiv”* <https://www.youtube.com/watch?v=I9OI7E-tcgc>.

Real Vision Finance (2022), *“Yields and US Dollar | The Big Conversation | Refinitiv”*  
<https://www.youtube.com/watch?v=5i804fBB7yg>.

Real Vision Finance (2021), *“Surprise, Surprise: Inflation Is Not Transitory?”*,  
<https://www.youtube.com/watch?v=f-4SEbgUpz4>.

Snider J., (2022) *“Another Attempt At QE/Inflation”*, Alhambra investments,  
<https://alhambrapartners.com/2022/02/02/another-attempt-at-qe-inflation/>.

Snider, J. (2022). *“Setting Up To Repeat The Policy-Error Error”*, Alhambra Investment,  
<https://alhambrapartners.com/2022/02/11/setting-up-to-repeat-the-policy-error-error/>.

Stansberry Reasearch (2022), *“Fed Enters Danger Zone With No Way Out, Warns Author Nomi Prins”* | <https://www.youtube.com/watch?v=1NHAErOEBdQ>.



## ***Abstract***

*L'obiettivo dell'elaborato consiste nell' inquadrate la situazione economica statunitense attuale nel modello dei cicli del debito di lungo periodo. Il riscontro emerso è che questa fase del ciclo si configura come un **beautiful deleveraging di tipo inflazionistico**. Il mantenimento di questo status e le future evoluzioni dipenderanno soprattutto dal modo in cui le autorità monetarie e fiscali risponderanno alle future dinamiche economiche ed ai rischi che minacciano l'ordine attuale. Questi ultimi potrebbero trasformare il processo avviato in un **ugly deleveraging**, con bassa crescita economica ed alta inflazione: la stagflazione.*

## **Riassunto**

Il modello dei cicli del debito è stato ideato da Ray Dalio, analizzando 27 *deleveraging* che negli ultimi 100 anni hanno comportato una riduzione del Pil nominale di almeno il 3%. Il *deleveraging* è il processo di riduzione dell'indebitamento aggregato cumulato in un'economia e avviene conseguentemente all'utilizzo del debito durante le fasi di espansione economica.

### **Il modello generale dei cicli del debito: breve e lungo periodo**

Nel **capitolo 1** si esamina inizialmente il modello generale dei cicli del debito, che distingue cicli di breve (che durano solitamente 5-8 anni) e di lungo periodo (che durano solitamente 50-70 anni) e analizza le cause, gli scenari e gli strumenti che le autorità utilizzano per ristabilire l'equilibrio economico verso un percorso di espansione di lungo periodo. Affinché ci sia espansione economica, è necessario aumentare il livello di domanda aggregata e in questo processo l'indebitamento è uno strumento imprescindibile perché è in grado di accrescere il potere d'acquisto degli individui e delle imprese. Ciò consente alle famiglie di consumare più di quanto sia il

loro reddito disponibile (ed esempio comprando una casa o una macchina attraverso un mutuo) e alle imprese di acquistare strumenti in grado di accrescere la produzione. Di conseguenza, il tasso di disoccupazione si riduce e la domanda aggregata e il Pil aumentano.

L'utilizzo improprio della leva finanziaria, però, può essere dannoso e storicamente ha condotto a recessioni e depressioni economiche. Durante le espansioni economiche, individui, imprese ed istituzioni finanziarie sono incentivati a concedere e contrarre prestiti alimentando consumi ed investimenti. Le fasi di recessione economica, invece, evidenziano una contrazione del credito, innescata dall'uso non produttivo dell'indebitamento e dalla conseguente impossibilità del suo servizio. Durante queste fasi, la contrazione del credito riduce la spesa per consumi ed investimenti. Il Pil si riduce e la disoccupazione aumenta in un processo autoalimentante che rende individui, imprese ed istituzioni meno fiduciosi sulle condizioni economiche. Questo processo, sia durante le espansioni che durante le recessioni economiche, può essere assimilato ad un ciclo in cui il mercato azionario è un fattore importante. In questo contesto, infatti, le discese degli indici azionari accentuano la recessione economica, determinando un "effetto ricchezza negativo" per individui e investitori.

Le contrazioni degli indici si verificano per due motivi principali:

- gli operatori economici sono meno confidenti sul futuro dell'economia e scontano in anticipo una riduzione dell'attività economica e dei redditi delle imprese;
- individui ed istituzioni finanziarie che utilizzano la leva finanziaria sono costretti a chiudere le posizioni in portafoglio. Questo genera ulteriore pressione di vendita e le cosiddette "cascate di liquidazioni degli operatori".

Questi cicli possono essere più o meno veloci e si verificano ricorrentemente perché basati sulla psicologia degli operatori economici e sulla struttura del credito nella società, che alterna fasi di espansione a fasi di contrazione.

***I cicli di breve periodo sono agilmente controllati dalle banche centrali, attraverso la leva della politica monetaria.***

A tal fine vengono solitamente utilizzate politiche convenzionali, basate sul controllo dei tassi di interesse, e raramente politiche non convenzionali, che consistono in

immissioni di liquidità nei circuiti economici. Di conseguenza, i tassi di interesse verranno abbassati in periodi di contrazione del credito, al fine di stimolare la domanda aggregata e la circolazione della moneta. Verranno invece alzati in momenti di surriscaldamento dell'economia, cioè quando il debito cresce troppo velocemente superando il ritmo di crescita dei redditi o quando si genera troppa inflazione. Nel vigilare sullo stato dell'economia, infatti le banche centrali pongono particolare attenzione al monitoraggio dell'inflazione. Quest'ultima si crea generalmente quando la domanda dispesa totale è superiore rispetto all'offerta di produzione di beni e servizi ed ha importanti conseguenze che le banche centrali vogliono evitare. Le 3 principali sono:

- redistribuzione di ricchezza reale da chi è creditore a chi è debitore;
- riduzione del potere d'acquisto per gli individui di basso ceto sociale;
- svalutazione della moneta e conseguenti fughe di capitali.

*I cicli di lungo periodo non sono facilmente controllabili come quelli di breve periodo perché i tassi di interesse sono già vicini allo zero lower bound, oppure perché una loro riduzione innescerebbe fughe di capitali verso Paesi esteri con tassi di rendimento più attraenti. La politica monetaria convenzionale, quindi, diventa inefficace.*

Le principali cause che generano i *deleveraging* di lungo periodo sono:

- 1) *Accumulo di debito in più cicli di breve termine*: ciò avviene quando per ogni ciclo di breve termine, le politiche monetarie espansive fanno aumentare il rapporto debito/Pil, fino al punto che le politiche convenzionali diventano inefficaci ed è molto più difficile sradicare dal sistema la parte di debito non produttivo.
- 2) *Crisi acute generate da cause specifiche*: ciò avviene quando si verificano i cosiddetti “*black swan events*”, ovvero situazioni imprevedibili di diversa motivazione. Questo genere di eventi può portare importanti crisi economiche e finanziarie, differenti per intensità e per durata. In genere, questo tipo di eventi è ancora più catastrofico rispetto al cumularsi di cicli di breve, perché porta con sé conseguenze imprevedibili capaci di alterare l'ordine economico e sociale.

I *deleveraging* di lungo periodo vengono gestiti dalle autorità attraverso strumenti di politica monetaria e fiscale, combinando le 4 leve a loro disposizione:

- 1) politica di *austerity*;
- 2) monetizzazione del debito;
- 3) ristrutturazioni del debito;
- 4) trasferimenti di ricchezza.

Ciascuna di queste leve ha un impatto diverso sull'economia. La monetizzazione del debito è inflazionistica e dà slancio alla crescita dell'attività economica, l'*austerity* è deflazionistica e contribuisce alla riduzione del carico debitorio dello Stato. Le ristrutturazioni riducono i crediti deteriorati e i trasferimenti redistribuiscono la ricchezza dalle fasce di popolazione più ricche a quelle più povere. Nessuno di questi strumenti è completamente autosufficiente e le depressioni meglio gestite sono storicamente quelle in cui i decisori hanno bilanciato le forze deflazionistiche con quelle inflazionistiche e viceversa.

*In conclusione, per arrivare a un “beautiful deleveraging”, ovvero a una riduzione del rapporto debito/reddito accompagnata da tassi di crescita sostenuti di inflazione e Pil, le autorità devono combinare le 4 leve tra loro, trovando il giusto equilibrio. In questo scenario positivo il tasso di crescita nominale dei redditi torna al di sopra del tasso d'interesse nominale.*

Se la riduzione dell'indebitamento viene gestita nel modo sbagliato, senza bilanciare le 4 leve e usando metodi troppo inflazionistici o troppo deflazionistici, invece, l'equilibrio economico viene alterato e si arriva ad un “*ugly deleveraging*”, che può sfociare in tensioni sociali e anche rovesci di potere. In questa situazione il Pil diminuisce, la disoccupazione aumenta e l'indebitamento può diminuire solo causando povertà e sofferenza per la popolazione.

Un *deleveraging* di lungo periodo può essere di tipo **deflazionistico** o **inflazionistico**. Nel primo capitolo si esamina quello deflazionistico. A determinarne la tipologia sono la situazione di partenza dell'economia di un Paese, la sua struttura debitoria, il ruolo della sua valuta nei circuiti internazionali e il livello dei tassi di interessi reali. Questi due scenari provocano esiti opposti per il valore della valuta nazionale. Diversi sono anche gli esiti provocati sulla disoccupazione, sugli indici azionari e l'impatto che la

depressione economica conseguente alla riduzione del debito ha su famiglie ed imprese. Le fasi che li caratterizzano sono 6 e sono le stesse per entrambe le tipologie. Esse sono

- 1) Fase di avvio del ciclo: credito in espansione
- 2) Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo
- 3) Fase di raggiungimento del massimo del Pil e dei mercati finanziari
- 4) Fase di depressione economica: gli indici azionari si contraggono e l'attività economica entra in una fase discendente di tipo deflazionistico o inflazionistico
- 5) Fase di *deleveraging*: *Beautiful/ugly deleveraging*
- 6) Fase di normalizzazione del ciclo

Ogni fase presenta alcune differenze per ogni ciclo avvenuto in passato, dettate soprattutto dal grado di sviluppo economico del Paese, dalla struttura patrimoniale delle istituzioni bancarie, da come la politica monetaria e fiscale gestiscono il *deleveraging* e dal ruolo della valuta del Paese negli equilibri geopolitici.

*I deleveraging deflazionistici sono soliti nei Paesi in cui la maggior parte del debito è finanziato internamente in valuta locale, sicché l'eventuale crisi del debito produce vendite obbligate e default, ma non un problema valutario o relativo alla bilancia dei pagamenti.*

*I deleveraging inflazionistici, invece, si verificano maggiormente nei Paesi che fanno ricorso a flussi monetari esterni e che finanziano l'attività economica con debiti denominati in valuta estera che non possono essere monetizzati e inflazionati dalla banca centrale.*

Le depressioni di quest'ultima tipologia che degenerano in iperinflazione sono le peggiori da gestire, perché le autorità monetarie hanno un controllo molto limitato sulle leve del debito e sono meno in grado di redistribuire denaro in una situazione di sofferenza generale di tutta la popolazione.

Le condizioni che rendono più probabile un *outcome* di iperinflazione si verificano quando il Paese:

- non ha una valuta di riserva e non c'è una propensione globale a conservare la sua valuta come deposito di ricchezza;
- ha basse riserve di valuta estera che permettono di proteggere il Paese dai deflussi di capitale;
- ha molto debito denominato in valuta estera;
- ha un alto deficit di bilancio;
- ha tassi d'interesse reali negativi che compensano inadeguatamente gli investitori per la detenzione della valuta/debito;
- ha avuto in passato problemi valutari e di inflazione eccessiva.

### ***Deleveraging deflazionistico***

#### *Fase di avvio del ciclo: credito in espansione*

Nella prima fase del ciclo deflazionistico, generalmente, i debiti aumentano più in fretta dei redditi. L'economia è in buona salute, il Pil e il credito sono in espansione.

Individui ed imprese in un momento di espansione economica tendono a ricorrere alla leva finanziaria e quindi contraggono debiti in ottica di futuri utili per rimborsare il prestito. Ai primi cedimenti della congiuntura economica, che possono avvenire per eventi esogeni o per eventi interni ad un settore produttivo, le imprese si ritrovano in difficoltà nel servire il debito. Ciò causa inevitabilmente problemi alle istituzioni finanziarie.

#### *Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo*

In una fase di espansione economica, un rialzo del mercato azionario è giustificato dai fondamentali delle aziende, che espandono gli utili ed i flussi di cassa. Alcuni individui ed imprese ricorrono all'indebitamento per amplificare i guadagni degli indici. Tipicamente in questa fase i tassi di interesse perché le banche centrali sono più focalizzate a sostenere la crescita del Pil e la riduzione della disoccupazione.

I bassi tassi di interesse:

- influiscono direttamente sul tasso di sconto utilizzato per attualizzare i flussi di cassa delle imprese;

- rendono le azioni una asset class preferibile perché offrono un rendimento più elevato degli altri asset d'investimento;
- rendono più facile ottenere prestiti con cui investire nei mercati finanziari.

Per questi motivi gli indici crescono e si forma una bolla per gli indici azionari.

Tipicamente le bolle del debito peggiori non sono accompagnate da un aumento dell'inflazione, ma da una crescita del prezzo degli asset generata da una crescita eccessiva del debito. All'aumentare costante dei prezzi degli asset, finanziati dalle condizioni favorevoli del credito, per alimentare il sistema c'è bisogno di aggiungere sempre più liquidità e aumentare il tasso di indebitamento. Ciò non è sostenibile su periodi temporali estesi e, prima o poi, il sistema crolla. Spesso, dopo gli eccessi cumulati, i *deleveraging* vengono innescati da processi ordinari (come l'aumento dei tassi di interesse). Al crescere dei tassi di interessi a breve termine, la *yield curve* tende ad appiattirsi ed aumenta il premio al rischio richiesto dagli investitori per detenere asset rischiosi. La *yield curve* misura il differenziale di rendimento tra le obbligazioni di Stato a lunga scadenza e quelle a breve scadenza. Una sua inversione indica grande sfiducia per le condizioni economiche di breve periodo e storicamente ha anticipato fasi di recessione del Pil e discese degli indici azionari. Oltre ad essere un *leading indicator* per le recessioni, la *yield curve* accentua anche queste ultime perché rende gli alti tassi di interesse a breve termine rendono più oneroso e difficile contrarre prestiti per famiglie e imprese

#### *Fase di raggiungimento del massimo del Pil e dei mercati finanziari*

Il boom incoraggia nuovi acquirenti a entrare nel mercato perché attratti dalle prospettive di guadagno quando il mercato corre al rialzo e ciò alimenta la bolla. È possibile riconoscere una bolla in base a queste caratteristiche:

- 1) I prezzi degli asset finanziari sono già alti rispetto ai livelli tradizionali e stanno scontando ulteriori apprezzamenti, nonostante i livelli elevati già raggiunti;
- 3) politiche monetarie accomodanti minacciano di far gonfiare ancora di più la bolla del credito, una politica restrittiva minaccia di farla scoppiare;
- 4) gli acquisti vengono finanziati con un elevato indebitamento, concentrato più sull'acquisizione di beni e asset finanziari che non su fattori produttivi;
- 5) sul mercato sono entrati nuovi compratori, anche meno esperti.

Quando la bolla è pienamente matura e non c'è più la pressione d'acquisto necessaria per portare al rialzo gli indici azionari, scoppia. Sul mercato dei capitali si innescano reazioni *risk-off* e le istituzioni finanziarie sono costrette a chiudere posizioni per rispettare i vincoli di rischio e volatilità. Le vendite generano cascate di liquidazioni per gli individui indebitati.

La forte discesa degli indici genera un effetto ricchezza negativo e ciò fa diminuire i consumi e gli investimenti, riducendo i redditi delle imprese. La disoccupazione di conseguenza aumenta.

#### *Fase di depressione economica*

Tutte queste pressioni combinate fanno calare i consumi delle famiglie, diminuire gli utili delle imprese ed aumentare la disoccupazione, in una spirale deflattiva autoalimentante. Queste condizioni possono proseguire per molti anni se i decisori non contrastano le forze deflattive con sufficiente stimolazione monetaria del credito. Durante questa fase, al fine di gestire i *deleveraging* al meglio, le banche centrali tendono a collaborare con i Governi. Gli istituti di credito sono al centro delle regolamentazioni e della protezione delle autorità, perché una loro difficoltà può far velocemente espandere il contagio a tutti gli altri settori della società. Per questo, i Governi tendono a ricapitalizzarli ed ampliare loro le linee di credito. Nel pieno di una crisi, la redditività delle banche diminuisce molto, non solo a causa del calo dei tassi di interesse, ma anche e soprattutto come conseguenza della recessione che riduce la qualità e la quantità della domanda di credito e fa calare il prezzo degli asset posseduti. Ciò obbliga le banche a rafforzare i loro bilanci e le posizioni patrimoniali. Le autorità hanno il compito in questa fase di sorreggere il sistema finanziario attraverso riserve obbligatorie, ricapitalizzazioni e liquidità a tasso di interesse allo 0%,

La principale situazione che le autorità in questa fase cercano di evitare, è la “corsa agli sportelli”, perché sottrae liquidità alle banche nel pieno di una crisi. I governi in passato hanno affrontato questo tipo di crisi fornendo garanzie di deposito. La dinamica psicologica ha una grande rilevanza ed è quindi di particolare importanza mantenere alta la fiducia di consumatori e investitori per non innescare dinamiche deflattive autoalimentanti.

A tal fine, i *policy makers* utilizzano le **4 leve** a loro disposizione.

L'*austerità* non è particolarmente adatta a questa fase del ciclo, perché ridurre la spesa pubblica ed aumentare la tassazione in un momento di depressione economica, riduce ancora di più il Pil e l'occupazione. In passato, durante le depressioni sfociate in *beautiful deleveraging*, è stata utilizzata in combinazione con le altre leve durante fasi positive del ciclo economico, come meccanismo per evitare alta inflazione e ridurre il deficit fiscale.

La **monetizzazione del debito** è solitamente una delle prime leve utilizzate. Le banche centrali immettono liquidità nel sistema economico con acquisti sul mercato aperto ed espandono il bilancio comprando obbligazioni di Stato e, talvolta, anche con ricapitalizzazioni ad aziende private intervenendo nella struttura dell'*equity*. Ciò permette di alimentare l'infrastruttura del credito e contrastare le forze della deflazione con forze espansive e inflattive. L'aumento generalizzato dei prezzi è influenzato dalla massa monetaria nel sistema, dalla produzione di beni e servizi e dalla velocità di circolazione della moneta. Se quest'ultima rallenta, le iniezioni di liquidità non generano inflazione (almeno fin quando non aumenta di nuovo la velocità di circolazione). La politica monetaria è quindi un tassello chiave in questa fase per ottenere un "*beautiful deleveraging*". Oltre alle politiche convenzionali legate alla manovra dei tassi di interesse, in questa fase le banche centrali possono ricorrere alle politiche non convenzionali, in particolare al *Quantitative easing* e al cosiddetto "*helicopter money*". Questi due strumenti risolvono il problema della trappola della liquidità. Le politiche non convenzionali, tramite immissioni di liquidità nei circuiti finanziari e direttamente alle famiglie, riesce a riportare ricchezza per i consumatori e incrementare il tasso di inflazione, uscendo dalla spirale deflazionistica. Quanto più aumenterà la velocità di spesa del denaro, tanto più aumenterà l'inflazione e si uscirà dalla trappola della liquidità.

Le **ristrutturazioni del debito** assicurano un'effettiva riduzione dell'indebitamento non produttivo, cosiddetto "*bad debit*". Ciò che effettivamente accade in questa fase è che vengono venduti i crediti non performanti per le istituzioni bancarie, decretando il *default* e le ristrutturazioni per imprese indebitate che non possono rimborsare i debiti. La sfida per le autorità è quella di assicurarsi che questo processo si svolga ordinatamente e assicurando la stabilità economica e sociale. I casi meglio gestiti sono quelli in cui i decisori non salvano tutte le istituzioni e trovano un equilibrio tra i vantaggi del permettere alle istituzioni di fallire ed essere ristrutturate

e i rischi che questi fallimenti possano avere effetti negativi su altri prestatori e debitori solvibili. Solitamente le ristrutturazioni vengono affidate a AMC (*asset management company*), che gestiscono i crediti deteriorati e facilitano la fusione tra le istituzioni sane con quelle parecchio indebitate. Le AMC sono entità pubbliche che hanno ricevuto mandato di vendere gli asset in un arco di tempo prestabilito (di solito dieci anni) minimizzando i costi per i contribuenti.

I **trasferimenti di ricchezza** avvengono solitamente attraverso imposte sul reddito, sugli immobili e sul consumo. In questo modo provocano redistribuzione di ricchezza dalle fasce più ricche a quelle più povere. I trasferimenti avvengono raramente in quantità tali da contribuire significativamente al *deleveraging* (a meno di “rivoluzioni” che nazionalizzano grandi quantità di proprietà privata), ma questa leva può essere un aiuto importante come “aiutante” della politica monetaria e fiscale. E’, infatti, un importante alleato dei decisori per ridistribuire le risorse, avere il sostegno della popolazione sulle riforme da intraprendere e permettere consumi più distribuiti che permettono di aumentare la domanda aggregata e di conseguenza la produzione.

*Il beautiful (ugly) deleveraging si realizza quando le 4 leve (non) vengono ben bilanciate e si muovono in sintonia in modo da equilibrare le forze deflative della riduzione del credito con quelle inflattive di stimoli monetari e fiscali.*

La politica monetaria espansiva, in questo modo, non produce inflazione. Per ridurre efficacemente il debito bisogna raggiungere un tasso di crescita dei redditi superiore al tasso di interesse nominale. Quel che succede durante un *deleveraging* ben gestito è che la distruzione del credito viene compensata dalla creazione di denaro. Se queste condizioni non vengono rispettate, il risultato è un *ugly deleveraging*. L’economia entra in una spirale deflazionistica e la contrazione del Pil e dei mercati finanziari è intensa e persistente.

## **Il modello inflazionistico dei grandi cicli del debito**

Nel **capitolo 2** si analizza il modello dei cicli del debito che provocano una riduzione dell’indebitamento con inflazione nel sistema economico

*Fase di avvio del ciclo: credito in espansione*

In una prima fase l'economia e il credito sono in espansione. I capitali affluiscono nel Paese e ha un buon potenziale di investimenti produttivi. I livelli di debito sono sostenibili e il bilancio delle partite correnti è positivo, con le esportazioni che aumentano e riflettono la fiducia verso il Paese.

In un simile contesto aumentano i capitali esteri, che finanziano investimenti redditizi e generano crescita produttiva. Il settore privato, il governo e le banche iniziano a indebitarsi, il che è conveniente per loro perché i redditi aumentano rapidamente e quindi è più facile servire il debito. I flussi in entrata nella valuta nazionale possono essere usati dalla banca centrale per rivalutare la moneta, abbassare i tassi di interesse o per aumentare le riserve. Si ricorre alla sterilizzazione per operare nel mercato dei cambi.

#### *Fase di formazione della bolla: mercati al rialzo*

Nella fase di bolla, come per i *deleveraging* di forma deflazionistica, i prezzi della valuta e degli asset aumentano e sono sempre più finanziati dal debito. Questi acquisti avvengono sempre di più con capitale di debito, che cresce rapidamente rispetto ai redditi. Il processo tende ad autoalimentarsi perché gli afflussi fanno crescere la valuta, fino a raggiungere un livello di maturità tale da invertirsi.

Gli investimenti nel Paese creano forte crescita e un aumento dei redditi, che rende più solvibili i debitori nel Paese e li rende più disposti a contrarre prestiti. I prezzi alti in esportazione accrescono il reddito nazionale e incentivano gli investimenti. Quando il mercato diviene indebitato e con un tasso di crescita al di sopra del suo potenziale, diventa maturo per un'inversione.

#### *Fase di depressione economica*

Quando gli eccessi che hanno causato la bolla diventano insostenibili, il ciclo si inverte. Gli afflussi di capitale che erano arrivati nella fase espansionistica ora si fermano o arrivano in maniera più graduale. Il saldo della bilancia dei pagamenti peggiora perché le esportazioni sono sempre meno attraenti per i Paesi esteri, data la forza della valuta nazionale. Spesso, l'inversione può essere innescata anche da cause come paure circa le politiche interne, un cambiamento della politica monetaria o fiscale, o un aumento dei prezzi delle materie prime. Non è necessario quindi un "*black swan event*" affinché l'inversione si materializzi.

Il mercato azionario sconta in anticipo le conseguenze dell'inversione e ci sono deflussi di capitale interno ed esterno che contribuiscono a rafforzare un effetto ricchezza negativo. Il livello dell'attività economica e della produzione, dopo aver toccato il picco durante la bolla, cala inesorabilmente durante la fase di depressione.

Il contrasto della crisi di Governo e banca centrale è arduo perché i flussi negativi deprezzano la valuta e fanno aumentare i tassi di interesse da corrispondere per le obbligazioni. Le autorità si trovano nella condizione di decidere se far svalutare la moneta o sostenerla, utilizzando le riserve di valuta estera accumulate. Una risposta comune delle banche centrali in questo contesto è quella di aumentare i tassi di interesse per remunerare maggiormente gli investitori, ma ciò contrae il credito interno e la crescita economica. Contemporaneamente, le BC vendono valuta estera per sostenere la moneta nazionale. Questa strada spesso fallisce e alla fine la valuta si deprezza.

A questo punto del ciclo, quando è stato fatto tutto il possibile per difendere la valuta senza successo, la banca centrale può stampare moneta più efficacemente. Le svalutazioni stimolano l'economia e i mercati. Il calo della moneta tende a far aumentare il valore degli asset misurati nella valuta, a stimolare le esportazioni e a contribuire all'aggiustamento della bilancia dei pagamenti riportando la spesa in linea con il reddito. Per i Paesi con scarsità di materie prime e semilavorati da utilizzare nei processi produttivi, però, questo crea notevoli pressioni inflazionistiche. Per restringere la fuga di capitali, le autorità centrali sono portate ad aumentare i tassi di interesse di breve termine, che porta ad un'inversione della curva dei rendimenti obbligazionari. La depressione è particolarmente grave quando i debiti nazionali sono principalmente finanziati da valuta estera perché non possono essere efficacemente monetizzati.

Normalizzazione: *ugly and beautiful deleveraging*

*Il beautiful deleveraging si realizza quando le fughe di capitali si interrompono; i flussi di capitali esteri affluiscono nell'economia nazionale; le esportazioni eccedono di molto le importazioni e i tassi di interesse a breve termine iniziano a calare.*

In una situazione di *ugly deleveraging*, invece, avviene se le autorità non riescono a bilanciare le leve di politica economica e fiscale e non riescono a far fronte al servizio

del debito finanziato dalla valuta estera. In questi casi, la sola opzione è stampare moneta per lungo tempo, portando ad una situazione di estrema stabilità e sfiducia internazionale che prepara il Paese per una fase di **iperinflazione**. In questi casi, non si riesce a portare la spesa in linea con il reddito e si cerca di finanziare lo squilibrio con la creazione di nuova moneta. La spirale viene innescata, oltre che dalle condizioni macroeconomiche, dalla psicologia di risparmiatori e degli investitori. Questi ultimi perdendo sempre più fiducia nella moneta sono portati a ricorrere a riserve di valore come l'oro per proteggere il loro potere d'acquisto o a cambiare valuta nazionale con valuta estera. Il risultato è una svalutazione della moneta che viene stampata a ritmo incessante che non finanzia la crescita del Paese e non stimola la crescita. Mentre una svalutazione della moneta di modeste entità può favorire l'economia portando le partite correnti in conto favorevole e rendendo più attraenti gli asset nazionali, una situazione di iperinflazione allontana tutti dall'economia nazionale e il denaro perde totalmente il suo ruolo di riserva di valore.

L'unica soluzione per uscire da una situazione simile è riformare l'economia del paese, sostituire la valuta con un'altra che riesca ad attirare la fiducia degli investitori (con ancoraggio a beni reali) e riformare il sistema legislativo e sociale.

### **Covid-19: il ruolo della Fed nel *deleveraging infazionistico***

Il **capitolo 3** parte dal contesto dell'attuale situazione economica statunitense ed analizza le scelte prese dalla Fed nel contrasto alla crisi da Covid-19. In particolare, viene analizzato il modello economico della Federal Reserve, la sua reazione alla pandemia e agli scenari attuali e prospettici sulla base del modello dei cicli del debito.

Il Congresso degli Stati Uniti ha assegnato alla Fed due obiettivi chiave da perseguire: **massimizzare l'occupazione e stabilizzare i prezzi**. A questo fine, la BC americana controlla principalmente tre strumenti della politica monetaria: le operazioni di mercato aperto, il tasso di sconto e i requisiti di riserva. Attraverso l'uso di questi 3 strumenti, influenza la domanda e l'offerta di fondi che le istituzioni di deposito tengono presso le *Federal Reserve Banks* e in questo modo modifica il tasso dei fondi federali. I principali strumenti non convenzionali utilizzati dalla Fed sono: forniture di liquidità, acquisto di *assets*, *forward guidance* e tassi di interesse negativi sui depositi overnight. Il sistema finanziario americano, essendo "*Market Oriented*",

fa sì che gli impulsi di politica monetaria posti in essere dalla Fed si propaghino fino all'economia reale tramite i mercati finanziari. Avendo un obiettivo di inflazione più flessibile rispetto ad altre nazioni come l'UE, è in grado improntare la gestione dei propri obiettivi in maniera meno vincolata, meglio adattandosi alle variazioni del ciclo economico. Durante la pandemia da Covid-19, infatti, la Fed ha agito prontamente attraverso azioni che possono essere raggruppate in tre categorie:

- abbassamento del tasso di interesse;
- stabilizzazione dei mercati finanziari;
- sostegno al flusso di credito nell'economia.

Ha utilizzato politiche ultraespansive per bilanciare le forze deflazionistiche della pandemia con quelle inflazionistiche. In questo modo il bilancio federale è più che raddoppiato negli ultimi 2 anni ed ora sorgono dubbi sulla sostenibilità del debito americano. L'intensità della risposta monetaria alla pandemia ha per ora permesso di ridurre drasticamente il numero di ristrutturazioni del debito, soprattutto degli istituti finanziari. L'economia statunitense è tornata su un accentuato percorso di crescita, con il tasso di disoccupazione ridotto al 3.9% e crescita del Pil prevista del 4% nel 2022. L'inflazione, al contempo è in crescita, spinta dall'aumento dei prezzi dell'energia e dal generale incremento di domanda aggregata. Le catene di fornitura non sono ancora pienamente ristabilite e ciò alimenta le dinamiche inflazionistiche, che a gennaio 2022 si attestavano al 7,5%. Ciò limita le manovre di politica monetaria e fiscale in caso di nuovi shock esogeni che si potrebbero verificare. Il rendimento delle obbligazioni decennali statunitensi a gennaio 2022 era di circa l'1.8%, con rendimenti reali, quindi, ampiamente negativi per gli investitori che finanziano il debito federale.

Il *price to earnings* dell'S&P 500, invece, mostra un valore che per la fine di gennaio era di circa 24.8 volte gli utili, del 15% circa più alto rispetto alla media storica degli ultimi 7 anni. Considerando le condizioni particolarmente espansive ed i rendimenti reali costantemente negativi del mercato obbligazionario, questo premio sembra in linea con le caratteristiche delle condizioni macroeconomiche. Il rapporto tra *earnings e price* dell'S&P 500, inoltre, evidenzia un valore di 4 al 20 gennaio 2022, un valore in linea con le medie storiche degli ultimi 20 anni e maggiore dell'1.8% di rendimento del decennale statunitense al mese di gennaio 2022. La condizione è parecchio diversa da altre bolle occorse in passato, quando le obbligazioni erano arrivate ad avere un

rendimento superiore alle azioni. Al momento il flusso di denaro è ancora pendente verso il mercato azionario e ciò resterà fin quando l'economia è in crescita, le società aumentano i propri utili e *cash flows* e i rendimenti generali saranno favorevoli alle azioni rispetto alle obbligazioni. Con un'economia in ripresa, quindi, testimoniata dalla *yield curve* non ancora invertita (le scadenze lunghe del mercato obbligazionario statunitense rendono più delle scadenze brevi) non ci sono al momento forti segnali di un crollo dell'attività economica e dei mercati azionari.

L'inflazione, nonostante sia attesa diminuire nei prossimi anni, sarà probabilmente parte del nuovo paradigma post-Covid, con alcune componenti come quelle relative al mercato del lavoro che sembrano permanenti. Ciò aiuterà a ridurre l'onere reale del debito. La soluzione ottimale per continuare ad avere un *beautiful deleveraging* in questo ciclo è una riduzione graduale dell'indebitamento tramite una crescita del Pil e dei redditi maggiore del tasso di interesse nominale. Le politiche di *austerity* saranno inevitabili una volta ristabilito l'equilibrio economico verso un percorso di crescita di lungo termine, in modo da ridurre l'indebitamento gradualmente.

***Da queste considerazioni, il ciclo attuale statunitense può essere classificato come un beautiful deleveraging di tipo inflazionistico.***

### ***Rischi mantenimento dell'ordine attuale***

I rischi maggiori in grado di comportare un cambio all'ordine attuale, ad oggi, sono principalmente due:

- scontro militare tra Russia e Stati Uniti
- inflazione più alta e persistente delle attese

Il primo rischio comporterebbe esiti incerti e costituirebbe un grave disturbo all'economia in un momento di incertezza macroeconomica come quello attuale. Il secondo rischio comporterebbe un importante cambio di paradigma nelle politiche della Fed. Già nel *meeting* di gennaio, la Fed ha di fatto confermato l'intensione di ridurre la massa monetaria nel sistema economico a partire dai prossimi mesi attraverso il *tapering* e l'aumento dei tassi di interesse e con gli ultimi dati di inflazione, sembra che la banca centrale sia determinata a voler continuare su questa strada.

Nonostante il ciclo inflazionistico, un'iperinflazione non è probabile data la preminenza degli Stati Uniti, il ruolo che hanno negli equilibri geopolitici e nel commercio mondiale e la forza del dollaro sul mercato. Gli Stati Uniti sono inoltre il Paese con la maggiore quantità di riserve d'oro detenute al mondo, e ciò costituisce una efficace protezione contro i deflussi di capitale. Un'iperinflazione richiederebbe grande sfiducia nel sistema economico statunitense e potrebbe essere innescata solo da grandi fughe di capitali, dettate da eventi esogeni non preventivabili. La sola stampa di moneta non è il meccanismo classico che innesca un regime iperinflattivo, ma può diventarlo se la sfiducia e le fughe di capitali costringono le autorità a una monetizzazione del debito e a una stampa eccessiva di moneta che è, tra le altre, l'opzione migliore.

In caso di inflazione persistente ed in aumento, quindi, lo scenario più probabile sarebbe quello di un approccio più aggressivo della *Federal Reserve*, che potrebbe compromettere le prospettive di crescita del Paese e trasformare la riduzione dell'indebitamento in un *ugly deleveraging* con stagflazione.

***In conclusione, il mantenimento del beautiful deleveraging dipende da come le autorità gestiranno le leve a loro disposizione in futuro e come reagiranno le variabili macroeconomiche conseguentemente, in caso soprattutto di eventi esogeni come quelli sopra descritti.***