

Dipartimento
Di Impresa e Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

**GLI STRUMENTI DELLA POLITICA
MONETARIA TRA DEFLAZIONE E
INFLAZIONE**

Relatore
Prof. Alessandro Pandimiglio

Candidato
Ludovica Catapano Minotti
253831

Sommario

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1: UN PRIMO APPROCCIO TEORICO	6
1.1 TEORIA QUANTITATIVA DELLA MONETA	6
1.2 TEORIA DELLA PREFERENZA DELLA LIQUIDITÀ	9
1.2.1 <i>Alla base del modello IS-LM</i>	10
1.3 IL RUOLO DELLE BANCHE E IL CONTROLLO DELL'OFFERTA DI MONETA	14
1.3.1 <i>Gli obiettivi e gli strumenti della politica monetaria</i>	17
1.3.2 <i>Gli obiettivi intermedi e il ruolo dei tassi di interesse</i>	20
CAPITOLO 2: LA DEFLAZIONE	26
2.1 IL FENOMENO DEFLATTIVO	27
2.1.1 <i>La debt deflation</i>	30
2.2 I RISCHI DELLA DEFLAZIONE	33
2.2.1 <i>Lo zero lower bound</i>	34
2.3 LA DEFLAZIONE, COME REAGIRE?	36
2.4 POLITICHE MONETARIE CONVENZIONALI E NON CONVENZIONALI	37
2.4.1 <i>Inflation targeting e price level targeting</i>	38
2.4.2 <i>Riduzione del tasso di interesse di lungo periodo</i>	41
2.4.3 <i>L'incremento della liquidità e le operazioni di mercato aperto</i>	42
2.4.4 <i>La svalutazione del tasso di cambio</i>	43
2.4.5 <i>I tassi di interesse negativi</i>	44
2.5 IL CASO DEL GIAPPONE	46
2.5.1 <i>Politica monetaria durante la crisi degli anni '90</i>	50
2.5.2 <i>La politica monetaria dell'Abenomics</i>	51
CAPITOLO 3: L'INFLAZIONE	53
3.1 COS'È L'INFLAZIONE E COME SI MISURA	54
3.1.1 <i>L'inflazione reale e l'inflazione percepita</i>	57
3.2 LE CAUSE DELL'INFLAZIONE	58
3.3 I COSTI DELL'INFLAZIONE	60
3.4 L'IPERINFLAZIONE	63
3.5 IL CASO DELL'INFLAZIONE ODIERNA	65
3.5.1 <i>La politica monetaria della BCE</i>	69
CONCLUSIONE	74
BIBLIOGRAFIA	76
SITOGRAFIA	77

Introduzione

Fra le varie teorie, studi scientifici, applicazioni pratiche, le teorie economiche monetarie, forse più di altre, sono ancora e saranno sempre di straordinaria attualità.

E' estremamente affascinante verificare come, dalle origini dei primi scambi di moneta, passando per le teorie quantitative alle successive teorie keynesiane, fino ad arrivare alle attività svolte dalle banche centrali, non esista una "cura perfetta" alle crisi economiche e monetarie ma sia necessario, sempre, andare a cercare le soluzioni nel passato studiando i modelli e le teorie di chi ci ha preceduto, ricercando le soluzioni più adatte ad una società in continua evoluzione, proponendo nuove alternative.

È proprio in questa ottica che, il lavoro analizza le particolari condizioni di deflazione e inflazione che hanno spinto le autorità monetarie ad adottare politiche mai sperimentate prima, portando la politica monetaria a spingersi ancora oltre.

Il lavoro che viene sviluppato parte proprio dalle origini, dalle prime teorie economiche che hanno posto le basi agli strumenti economici e monetari per affrontare e risolvere le crisi economiche che si sono susseguite negli anni, sempre correlate a crisi sociali e politiche.

Nel primo capitolo si discutono i meccanismi di domanda e offerta di moneta e le loro condizioni di equilibrio sul mercato. Si farà riferimento alle principali teorie economiche: la teoria quantitativa della moneta e la teoria della preferenza per la liquidità. Per quanto riguarda il lato offerta, invece, l'attenzione sarà posta sul ruolo della banca centrale e sugli effetti della trasmissione degli impulsi monetari.

Il secondo capitolo tratterà interamente della condizione di deflazione e dei suoi effetti sull'economia. Si analizzeranno i principali strumenti di politica monetaria, convenzionali e non convenzionali, che sono stati teorizzati dai principali studiosi della materia. Infine, verrà posta l'attenzione sul caso eclatante della crisi deflazionistica in

Giappone e sui numerosi interventi di politica economica, l'applicazione pratica di alcuni approcci analizzati teoricamente.

Il terzo capitolo tratterà dell'inflazione, in particolare di un'inflazione particolarmente elevata, delle sue cause, dei suoi rischi e delle conseguenze che ne derivano. Il focus, in questo caso, sarà posto sull'inflazione attuale nell'Eurozona.

L'attuale crisi inflazionistica, dopo un lungo periodo di politica economica caratterizzata da un basso costo del denaro, ha portato e sta portando le banche centrali a contrastare il fenomeno del rialzo dei prezzi con un progressivo e costante aumento dei tassi di interessi. Proprio su queste politiche ci si interrogherà sull'efficacia di tali strumenti e sull'opportunità di integrazione con altre politiche anche non esclusivamente monetarie.

Capitolo 1: UN PRIMO APPROCCIO TEORICO

Un ruolo di rilievo in questa argomentazione lo ha, certamente, la moneta che è il mezzo di scambio per eccellenza in un'economia, appunto detta, monetaria. È quindi necessario analizzare, da un punto di vista teorico, quali sono le determinanti che spingono un agente a voler detenere moneta e quali sono le funzioni della domanda di moneta secondo le principali teorie economiche.

Prima di tutto sarà affrontata la teoria quantitativa, ripresa poi da Milton Friedman e dai monetaristi, in cui la moneta è considerata secondo la sua funzione di mezzo di pagamento. Successivamente, secondo la proposta di Keynes, si considera la moneta anche per la sua funzione di riserva di valore nella teoria della preferenza della liquidità. Queste teorie forniscono un'idea iniziale di come diversi tassi di interesse possano influenzare l'economia.

In un'economia monetaria diventa fondamentale anche il ruolo delle banche e il loro ruolo unico di controllare l'offerta di moneta. Protagonista in questa realtà è la banca centrale, quella autorità indipendente che ha il compito di definire la politica monetaria.

1.1 Teoria Quantitativa della Moneta

La teoria quantitativa della moneta è all'inizio del lavoro dei primi teorici della moneta, tra questi, in particolare, dell'economista David Hume. Questa teoria vede la moneta come il mezzo privilegiato di scambio, per sua funzione di favorire le transazioni, ed è per questo che, tuttora, è uno degli strumenti più efficaci per spiegare l'influenza della moneta nel sistema economico di lungo periodo.

La moneta abbatte il divario che, nel mondo reale, esiste tra il momento dell'incasso e quello del pagamento e in quanto *circolante* non rende nessun interesse. Il vantaggio è

quello di poter effettuare pagamenti anche senza ricevere degli incassi corrispondenti ma non c'è nessun guadagno ulteriore nel detenere, come riserva, moneta liquida.

La domanda di moneta è quindi influenzata, sostanzialmente, da due fattori:

1. fattori istituzionali-comportamentali, ad esempio le abitudini di spesa degli agenti nell'intervallo di tempo presente tra due incassi successivi.
2. fattori di tipo economico, come il reddito al momento degli incassi o la quantità di acquisti che si desidera fare.

La detenzione dei saldi monetari da parte degli agenti cambierà di giorno in giorno, a seconda degli acquisti giornalieri o dell'intervallo tra due incassi. La domanda di moneta coincide, quindi, con la giacenza media dei saldi monetari detenuti dagli agenti. Dall'altro lato, l'offerta di moneta è determinata dal sistema bancario e dalle decisioni di politica economica della banca centrale [Offerta di moneta (M) = circolante C + depositi (D)].

Il collegamento tra le transazioni e la moneta è dato dall'equazione dello scambio teorizzata da Irving Fisher. Questa identità contabile esprime l'uguaglianza tra il valore totale degli scambi e il prodotto della quantità di moneta in circolazione e del numero delle transazioni nell'economia.

$$M \times V = P \times T$$

Dove M è la quantità di moneta in circolazione, V la velocità di circolazione della moneta rispetto alle transazioni, P il livello generale dei prezzi e T l'ammontare complessivo degli scambi.

Per risolvere il problema della difficoltà di individuare il numero delle transazioni, si assume che T sia equivalente a Y, la produzione aggregata del sistema economico, e che il PIL rimanga costante nel lungo periodo. Queste due variabili, seppur differenti, hanno una forte correlazione: all'aumentare della produzione aggregata sarà maggiore il numero di beni e servizi scambiati. L'equazione dello scambio diventa quindi:

$$M \times V = P \times Y$$

Da questa relazione si può ottenere la quantità dei saldi monetari reali che si definisce come M/P . Ne deriva che la funzione di domanda della moneta, che spiega come si determina la quantità di saldi monetari reali detenuta dagli agenti, è $(M/P) = kY$. Il coefficiente k è l'inverso della velocità di transazione ($k=1/V$) e descrive la relazione proporzionalmente inversa che esiste tra la domanda di moneta e la velocità di circolazione della moneta.

La domanda di saldi monetari reali è proporzionale al reddito reale. Fisher eredita un'altra assunzione dal modello neoclassico, ovvero che la variabile V è costante poiché dipende da fattori che nel breve periodo non cambiano.

Un aumento di M , se V e Y sono costanti, provoca necessariamente un aumento proporzionale dei prezzi. Se ne deduce che l'inflazione, ovvero la variazione percentuale del livello dei prezzi, è un fenomeno di natura puramente monetaria.

$$\Delta\%M + \Delta\%V = \Delta\%P + \Delta\%Y$$

Secondo questa teoria, è proprio la banca centrale che, avendo il controllo dell'offerta di moneta, ha il controllo assoluto del tasso di inflazione.

Le assunzioni della teoria quantitativa sono però, di fatto, sconfessate nel mondo reale, dove non esistono né la velocità di circolazione costante, né un sistema economico con condizione di pieno impiego costante.

Nonostante questo, la relazione di "lungo periodo" tra moneta e prezzi è una delle poche regolarità forti dell'economia. Se si considera un campione di paesi abbastanza grande e un periodo di tempo sufficientemente lungo, la relazione tra gli aggregati monetari e il tasso di inflazione non è molto lontana da 1. La teoria ha, per questo, delle chiare implicazioni nel lungo periodo.

Questo modello è caratterizzato da due importanti proprietà: la *dicotomia* e la *neutralità*. La prima proprietà indica la capacità del modello di determinare i valori di equilibrio

dell'occupazione, della produzione e del salario reale, senza prendere in considerazione il mercato della moneta.

La seconda, invece, si riferisce al fatto che una variazione dell'offerta di moneta provoca una variazione a livello dei prezzi e quindi al valore nominale dei beni ma non intacca il valore reale di questi.

1.2 Teoria della preferenza della liquidità

Questa teoria si pone alla base di quella che è definita la "rivoluzione keynesiana" e afferma che la moneta abbia un'altra fondamentale funzione, oltre a quella di mezzo di pagamento; quella di riserva di valore.

Mentre l'offerta di moneta è esogenamente determinata dalla banca centrale, la domanda di moneta dipende dal tasso di interesse, che è una delle determinanti della quantità di moneta che gli agenti desiderano detenere.

Il tasso di interesse rappresenta esattamente il costo-opportunità che un individuo deve sostenere quando sceglie di detenere moneta, l'attività più liquida e facilmente trasferibile, invece di investire in titoli.

L'agente dà importanza alla capacità della moneta di trasferire il potere d'acquisto dal presente a periodi futuri, e accetta di mantenere moneta a costo di rendimenti bassi o nulli; è il prezzo che deve pagare per beneficiare dei servizi di liquidità che la moneta offre. Maggiore sarà il tasso di interesse, meno conveniente sarà per gli agenti avere ricchezza in forma liquida; preferiranno, piuttosto, investire in titoli remunerativi. La relazione si esprime nel seguente modo:

$$(M/P)^d = L(r)$$

Dove $L(r)$ è la quantità domandata di moneta che dipende dal tasso di interesse. È quindi il tasso di interesse che si aggiusta per equilibrare la domanda e l'offerta della moneta. L'aggiustamento si verifica perché i singoli individui cercano di modificare il loro

portafoglio, cambiando moneta con titoli remunerativi, quando non c'è equilibrio nel mercato.

La domanda di moneta, oltre ad essere influenzata dal tasso di interesse, dipende anche dal livello del reddito. Quando il reddito è elevato, la spesa è elevata e gli individui effettuano un maggior numero di transazioni.

$$(M/P)^d = L(r, Y)$$

L'aumento del reddito comporta uno spostamento verso destra della curva di domanda di moneta e, poiché l'offerta di saldi monetari è costante, il tasso di interesse deve aumentare per riportare l'equilibrio.

1.2.1 Alla base del modello IS-LM

Questa teoria si pone alla base della derivazione della curva LM nel modello IS-LM. Questa è la principale interpretazione della teoria di Keynes e mostra come si determina il reddito nazionale per ogni dato livello dei prezzi. L'equilibrio che si viene a creare, tramite il tasso di interesse variabile, descrive ciò che accade nel mercato dei beni e dei servizi, rappresentato dalla curva IS "investimenti e risparmio" e il comportamento della domanda e dell'offerta di moneta, rappresentato dalla curva LM "liquidità e moneta". Nella sua versione semplice, a prezzi fissi, si assume che le funzioni di consumo e d'investimento siano funzioni lineari. Il consumo dipende positivamente dal reddito, mentre gli investimenti dipendono in modo inversamente proporzionale dal tasso di interesse. Il modello si può esprimere in questo modo:

$$\text{IS) } Y = C + I$$

$$C = a + b \cdot Y$$

$$I = c - v \cdot r$$

$$\text{LM) } M^o = M^d$$

$$M^d = h + k \cdot Y - m \cdot r$$

Per la curva IS, se si sostituiscono C ed I nella retta di Y si ottiene che $Y = a + c + b*Y - v*r$, da cui si ricava il tasso di interesse di equilibrio $r = (a + c)/v - Y*(1-b)/v$.

La curva IS ha, quindi, una intercetta positiva sull'asse delle ordinate, che rappresenta il tasso di interesse, e una pendenza negativa data dal coefficiente angolare che moltiplica il reddito.

Un aumento del reddito produrrà un eccesso di offerta che deve essere compensato da una diminuzione del tasso di interesse. La relazione descritta, tra tasso di interesse e reddito, è una relazione inversa.

Per quanto riguarda la curva LM, attraverso l'uguaglianza tra domanda e offerta di moneta, si ha che $M^o = h + k*Y - m*r$. Da questa relazione si ottiene il tasso di interesse di equilibrio sul mercato monetario per ogni possibile valore del reddito, che è $r = (h - M^o)/m + (k/m)*Y$. La retta LM ha pendenza positiva, all'aumentare del reddito aumenta la domanda transattiva di moneta. Nel caso in cui l'offerta rimanga fissa, il tasso di interesse aumenta per ridurre la domanda speculativa di moneta.

La domanda di moneta ha sia una componente transattiva-precauzionale, dipendente dal reddito, che una finanziaria-speculativa, inversamente correlata al reddito.

Per comprendere meglio questa funzione, si fa riferimento all'esempio di James Tobin, economista statunitense, che sintetizza la teoria keynesiana come un problema di scelta di un singolo individuo.

L'agente ha a disposizione una certa ricchezza (W) che può dividere in due attività: titoli obbligazionari (B) e moneta (M). L'obbligazione ha un Prezzo (P), il suo valore nominale, con una cedola (c) che viene pagata con cadenza regolare ed è proporzionale al valore del titolo, a scadenza viene rimborsato l'intero valore del titolo.

Per semplificare i calcoli, Tobin assume che il titolo sia una rendita perpetua che paga una cifra costante per un periodo infinito di tempo. Il prezzo di tale titolo sarà quindi $1/r$. Il prezzo di un titolo analogo che paga una cedola costante pari al tasso di interesse sarà

pari ad 1 ($c \cdot P = r$). Il prezzo dello stesso titolo calcolato per un periodo futuro dipenderà dal futuro tasso di interesse e , più precisamente dal rapporto tra il tasso di interesse futuro e le aspettative sul tasso di interesse futuro (r/r^e). Il soggetto considerato potrà investire in moneta, con un rendimento nullo ma mantenendo il valore nominale delle sue attività. Al contrario, potrà investire in obbligazioni, ottenere un rendimento pari a r , ma esponendo sé stesso al rischio di perdere o guadagnare poiché l'investimento è riferito ad un periodo di tempo futuro e, per sua natura, incerto. Si definisce con g la differenza percentuale tra prezzo futuro atteso e prezzo corrente del titolo: $g = r/r^e - 1$. Il guadagno complessivo che deriva dall'investimento in titoli sarà:

$$G = r + g = r + r/r^e - 1$$

Se si assume certezza nelle aspettative relative al valore futuro del tasso di interesse, ipotesi semplificatrice ma fondamentale, diventa facile risolvere il problema di scelta dell'agente che ha come vincolo $W = B + M$. L'individuo avrà una maggiore convenienza ad investire in titoli se $G > 0$, in moneta se $G < 0$. Quando $G = 0$ il tasso di interesse si trova nel punto critico per cui l'agente avrà rendimenti nulli sia investendo in moneta che investendo in titoli.

Questo tasso critico dipende dalle aspettative di ogni soggetto che sono diverse tra loro, ed è per questo che ogni soggetto avrà un tasso critico diverso. Per tassi elevati, maggiori del tasso critico, l'agente si aspetterà un calo di r^e , comportandosi da rialzista, acquisterà un numero più alto di titoli per rivenderli in futuro ad un prezzo superiore.

Al contrario, con r inferiore al tasso critico venderà più titoli, da cui si aspetta delle perdite, comportandosi da ribassista. Questa visione analizza la domanda di moneta da un punto di vista microeconomico, poiché prende in considerazione le scelte di ogni singolo agente e il suo specifico tasso critico.

Solamente aggregando a livello dell'intera economia le singole scelte individuali si ottiene una domanda di moneta speculativa inversamente proporzionale al tasso di interesse, come è illustrato nella figura 1.

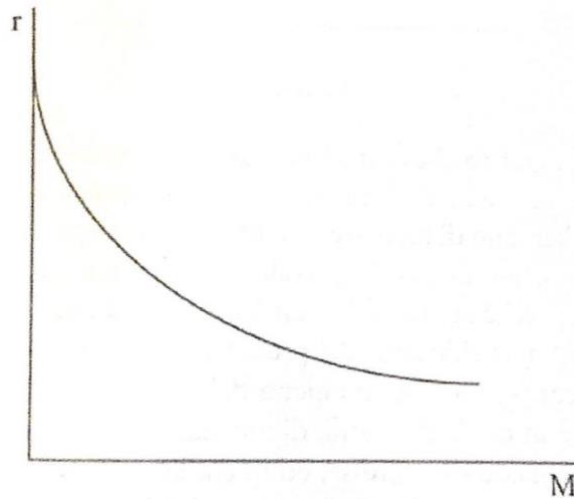


Figura 1

Nel caso della trappola della liquidità, rappresentata nella figura 2, si verifica un tasso di interesse talmente basso che tutti gli individui scelgono di mantenere moneta perché si aspettano un imminente aumento dei tassi e non acquistano titoli.

La curva della domanda di moneta diventa orizzontale e quindi perfettamente elastica al tasso di interesse, ad un dato prezzo l'intera quantità è assorbita dalla domanda. La popolazione continua a detenere moneta, senza scambiarla con titoli, ogni quantità immessa dalla banca centrale viene tesoreggiata. In questa situazione l'intervento della politica monetaria non ha alcun effetto. Una variazione dell'offerta di moneta non è in grado di far scendere il tasso di interesse che ha già raggiunto il livello minimo; un intervento di politica fiscale, invece, è completamente efficace.

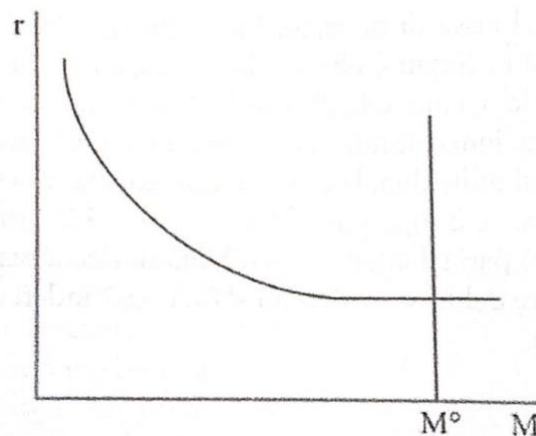


Figura 2

1.3 Il ruolo delle banche e il controllo dell'offerta di moneta

Come accennato nei paragrafi precedenti, è la banca centrale a gestire l'offerta di moneta nel mercato, che immette e preleva unità monetarie. Eppure l'offerta di moneta non è unicamente determinata dalla politica monetaria ma anche dal comportamento degli agenti e delle banche.

L'offerta di moneta è costituita da due componenti principali: il circolante e i depositi.

$$M = C + D$$

Il circolante sono le banconote e le monete che vengono usate quotidianamente dagli individui; i depositi bancari a vista possono essere, per esempio, i conti correnti. Influenzando queste due componenti, la banca centrale gestisce e controlla l'offerta di moneta. Il sistema bancario si divide sostanzialmente in due tipologie, quello a riserva totale e quello a riserva frazionaria.

Nel primo caso la banca raccoglie i depositi delle famiglie e li trattiene come riserve fin quando non vengono prelevati. Eccetto una commissione che la banca applica sui depositi per coprire i suoi costi, questa non concede nessun prestito e, quindi, non ottiene alcun profitto. Ipotizzando che le famiglie depositino un ammontare di 1000 euro in banca, lo Stato Patrimoniale della banca sarà costituito da 1000 euro al passivo, i depositi che dovranno essere restituiti, e da 1000 euro all'attivo, le riserve accantonate. L'offerta di moneta rimane invariata nel suo complesso, è solamente divisa tra l'ammontare utilizzato come circolante e quello impiegato come riserva nei depositi. In un sistema in cui tutta la moneta è trattenuta dalle banche sotto forma di depositi, il sistema bancario non influenza in alcun modo l'economia.

Il secondo sistema è quello a riserva frazionaria, in cui la banca sceglie di impiegare parte delle sue riserve per concedere credito. Parte dei depositi deve necessariamente rimanere come riserva perché le banche devono poter soddisfare le richieste di prelievo da parte di chi ha depositato ma, un'altra parte, può essere investita e creare un profitto. In questo

caso lo Stato Patrimoniale di una banca che concede in prestito 900 dei 1000 euro ricevuti sotto forma di depositi, sarà il seguente:

Attivo		Passivo	
Riserve	100	Depositi	1000
Prestiti	900		

Il rapporto riserve/depositi di questa banca è del 10%. In questo modo, questa banca, aumenta l'offerta di moneta di 900 euro. L'offerta complessiva di moneta è di 1900 euro: i 1000 euro dei depositi più i 900 euro di prestiti. In questo sistema a riserva frazionaria il sistema bancario crea moneta.

Il processo di creazione di moneta continua quando, in una realtà costituita da tante banche, chi ha ricevuto il prestito dalla prima lo deposita in una seconda banca che, a sua volta, presta il denaro ad un altro agente. Lo Stato Patrimoniale di una seconda banca è il seguente:

Attivo		Passivo	
Riserva	90	Depositi	900
Prestiti	810		

Questo processo, portato all'infinito, non genera una quantità infinita di moneta. Un euro di deposito genera $1/rr$ euro di moneta, dove rr è il rapporto riserve/depositi. Nel nostro caso, in cui l'offerta di moneta iniziale è di 1000 euro e rr è pari al 10%, il sistema bancario potrà creare 10.000 euro di moneta. La banca ha in questo modo il ruolo di intermediario

finanziario svolgendo le due funzioni che solo lei può svolgere: la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito.

$$\text{Offerta totale di moneta} = 1/rr * x \text{ euro di deposito}$$

Anche se il sistema bancario crea moneta, esso non genera ricchezza. La concessione di crediti permette di effettuare un maggior numero di transazioni e aumenta la liquidità del sistema. Tuttavia la contropartita di un credito è la costituzione di un debito verso la banca, perciò l'agente non diventa più ricco.

Il modo in cui il sistema bancario influenza l'offerta di moneta è caratterizzato da particolari determinanti. Un modello di offerta monetaria in un sistema bancario a riserva frazionaria ha tre variabili esogene:

- ❖ La base monetaria B : la quantità di circolante detenuta dal pubblico e di riserve delle banche che è controllata direttamente dalla banca centrale.

$$B = C + R$$

- ❖ riserve/depositi rr : il rapporto tra quantità di denaro trattenuta come riserva dalle banche e quella concessa in prestito che dipende dalla politica interna delle banche e dalla regolamentazione specifica del settore.
- ❖ riserve/circolante cr : il rapporto tra l'ammontare di circolante che gli individui detengono e i depositi che lasciano alla banca che dipende sostanzialmente dalle preferenze dei singoli individui.

Per esprimere l'offerta di moneta in funzione di queste tre variabili esogene bisogna dividere l'equazione dell'offerta di moneta con quella della base monetaria, ottenendo $M/B = (C + D)/(C + R)$. Dividendo entrambi, numeratore e denominatore, per D si ottiene $M/B = (C/D + 1)/(C/D + R/D)$. Dove C/D è il rapporto riserve/circolante e R/D è il rapporto riserve/depositi. Quindi l'equazione diventa,

$$M = (cr + 1)/(cr + rr) * B$$

Da questa relazione si evince come l'offerta di moneta dipenda dalle tre variabili esogene precedentemente esposte. Il fattore di proporzionalità $(cr + 1)/(cr + rr)$ equivale al moltiplicatore monetario, definito dalla lettera m . Si deduce che per ogni euro di base monetaria viene creato un valore m di offerta di moneta.

1.3.1 Gli obiettivi e gli strumenti della politica monetaria

Normalmente la gestione della politica monetaria è affidata ad una banca centrale¹, istituzione indipendente dall'autorità politica. La sua attività è strettamente collegata alle finalità monetarie che vuole conseguire, e viene svolta secondo degli obiettivi finali e degli obiettivi intermedi.

I primi riguardano l'andamento di variabili macroeconomiche fondamentali come, l'occupazione, il reddito o l'inflazione.

I secondi, invece, sono variabili relative al mercato monetario e, per questo, più facilmente gestibili come i tassi di interesse.

Attraverso gli obiettivi intermedi, la banca centrale può avere un'influenza proprio sugli obiettivi finali che è più complesso raggiungere direttamente.

Un altro importante fattore sono gli obiettivi operativi, ovvero delle variabili immediatamente controllabili che hanno effetti di breve e brevissimo periodo sulla liquidità del sistema economico generale.

Perseguendo un determinato obiettivo operativo, la banca centrale definisce un insieme di regole, indicatori e strumenti, che definiscono un preciso "regime" di politica monetaria che permette di intervenire in modo effettivo sul mercato. È anche attraverso questi indicatori che è possibile misurare l'orientamento restrittivo, neutrale o espansivo della politica monetaria.

¹ Nei prossimi paragrafi si parlerà dell'attività della Banca Centrale Europea.

Il controllo della Banca Centrale Europea (BCE) avviene in modo indiretto. Questa, in particolare, ha tre strumenti per controllare l'offerta di moneta attraverso i quali interviene nei mercati finanziari e creditizi.

Il primo strumento sono le operazioni di mercato aperto che danno un contributo fondamentale per stabilizzare i tassi di interesse e determinare le condizioni di liquidità del mercato.

La banca centrale può creare circolante ed utilizzarlo per acquistare titoli nel mercato obbligazionario; in questo modo immette liquidità nel sistema ed aumenta l'offerta di moneta.

Al contrario, quando l'offerta di moneta deve essere ridotta, la banca centrale acquista titoli sul mercato riducendo il circolante detenuto dagli individui. Queste operazioni sono definite di mercato aperto *a titolo definitivo* perché definiscono l'acquisto o la vendita di attività monetarie senza che sia previsto un accordo di riacquisto o rivendita successivo.

La banca centrale determina anche il tasso di interesse con il quale finanziare le banche nel breve termine che, nel caso della BCE, prende il nome di tasso di rifinanziamento.

Le operazioni di mercato aperto possono essere sia a tasso fisso che a tasso variabile. Le operazioni di rifinanziamento principali, che sono le più rilevanti, sono pronti contro termine a brevissima scadenza (7 giorni), con frequenza settimanale. Ci sono anche operazioni di rifinanziamento più a lungo termine che sono pronti contro termine a 3 mesi. E infine, le operazioni di mercato, dette di *fine tuning*, che possono essere sia definitive che temporanee e non hanno una frequenza regolare.

Nel caso di operazioni a tasso fisso la BCE decide sia la quantità di finanziamenti che il prezzo. Se la banca centrale aumenta i tassi di rifinanziamento, le banche dei vari paesi cercheranno di indebitarsi il meno possibile, limitando i loro impieghi per mantenere un numero di riserve sufficiente. Questo provoca una contrazione dell'offerta di moneta.

Ugualmente la BCE può ridurre i tassi di rifinanziamento; questo incentiva le singole banche a chiedere prestiti alla banca centrale, per aumentare gli impieghi, pur mantenendo le riserve necessarie. Ne consegue un generale aumento dell'offerta di moneta.

Nel caso di operazioni a tasso variabile, invece, viene deciso dalla BCE solo il numero di finanziamenti e il prezzo è determinato dalla concorrenza tra le banche.

Il secondo strumento è la fissazione di tassi ufficiali. Questi riguardano in modo particolare il ruolo della BCE come agente direttamente nel mercato interbancario. Vengono adottate due "*standing facilities*": il rifinanziamento marginale che permette alle banche di avere liquidità in brevissimo periodo, generalmente *overnight*, tassi EONIA², ad un tasso leggermente più elevato di quello di mercato; e la possibilità di depositare liquidità in eccesso sotto forma di riserve, "*deposit facility*", ad un tasso inferiore rispetto a quello di mercato.

Questi limiti, che la BCE impone, costituiscono il tetto massimo e minimo entro cui il tasso *overnight* può oscillare liberamente, creando una barriera alla possibile discesa dei tassi di mercato sotto il confine definito dall'autorità centrale.

Un altro strumento che la BCE ha a disposizione è l'imposizione delle riserve obbligatorie.

Si definisce così l'obbligo delle singole banche di mantenere un livello minimo obbligatorio di riserve in rapporto ai depositi. L'adempimento dell'obbligo di riserva si calcola attraverso una media dei saldi giornalieri di un determinato periodo di mantenimento³ e non in modo puntuale per ogni istante. In questo modo, le banche hanno la possibilità di controbilanciare fluttuazioni giornaliere di liquidità con parte della riserva dovuta successivamente.

² European Overnight Interest Average.

³ per la Banca d'Italia un periodo che va dalle 6 alle 7 settimane.

Il coefficiente di riserva sulle passività soggette⁴ è stato fissato al 2%. È stato poi ridotto all' 1% nel 2011 per ridurre ulteriormente gli oneri a carico del sistema bancario dell'Eurozona in un contesto di rischiosità dei mercati finanziari.

Come si è visto, il rapporto riserve/depositi è strettamente correlato alla capacità della banca di immettere liquidità nel mercato. Se la BCE aumenta gli obblighi di riserva, le istituzioni creditizie dovranno ridurre necessariamente gli impieghi per aumentare il coefficiente di riserva; di conseguenza il moltiplicatore monetario decresce e l'offerta generale di moneta si contrae.

Il contrario avviene se la banca centrale diminuisce l'obbligo di riserva: le banche hanno la possibilità di aumentare i loro impieghi remunerativi, ridurre il coefficiente di moneta e far crescere l'offerta monetaria, per mezzo di un moltiplicatore monetario maggiore. Tuttavia questo strumento è in grado di disturbare e alterare l'attività del sistema bancario, motivo per cui la BCE lo utilizza principalmente come strumento per mantenere la stabilità del mercato monetario piuttosto che per gestire l'offerta di moneta.

1.3.2 Gli obiettivi intermedi e il ruolo dei tassi di interesse

Il funzionamento della politica monetaria si basa sulla capacità della banca centrale di regolare la quantità di base monetaria in circolazione.

Il monopolio nell'offerta della base monetaria consente alla banca centrale di controllare il livello delle riserve bancarie e le condizioni del mercato monetario. In questo modo è possibile influenzare il livello e l'andamento dei tassi di interesse a breve termine.

Il sistema bancario esprime una domanda di liquidità che è necessaria per soddisfare diversi bisogni: la richiesta di mezzi di pagamento, regolare i saldi interbancari e assolvere agli obblighi di riserva verso la banca centrale. Il controllo della funzione di offerta, invece, permette alla banca centrale di dirigere l'andamento dei tassi di interesse applicabili a queste operazioni.

⁴ sono costituite da depositi a vista e rimborsabili con preavviso o con scadenza fino a 2 anni, dai titoli di debito e del mercato monetario con scadenza fino a 2 anni.

Tale capacità diventa uno strumento fondamentale attraverso cui la banca centrale può influire sul comportamento degli agenti che operano nell'economia, sulle sue variabili reali e può avere un influsso determinante sui mercati monetari, orientando i tassi di interesse. Questa serie di legami causali che connette le decisioni di politica monetaria al livello dei prezzi è definito meccanismo di trasmissione della politica monetaria⁵. Il punto di partenza è proprio la direzione della banca centrale sui tassi di interesse bancari applicati alle operazioni per mezzo delle quali eroga liquidità al sistema bancario. Per mezzo di questo processo, la banca centrale è in grado di incidere su differenti variabili finanziarie.

La politica monetaria pesa, in particolare, sui prezzi delle attività e sui tassi di cambio. Questo avviene attraverso l'impatto sulle condizioni di finanziamento dell'economia, ma anche sulle aspettative degli operatori.

Le variazioni dei tassi di interesse e, conseguentemente, dei prezzi delle attività finanziarie modificano a loro volta le decisioni di spesa, risparmio o investimento delle famiglie e delle imprese. Il cambiamento delle dinamiche tra consumo ed investimento comporta delle variazioni nel rapporto tra domanda e offerta sui mercati dei beni e del lavoro; nel caso in cui la domanda superi offerta possono accadere delle spinte al rialzo dei prezzi. Rilevante è anche l'effetto sui tassi di cambio che provoca oscillazioni sui prezzi.

Normalmente, a parità di altre condizioni, un aumento del tasso di cambio riduce la spinta inflazionistica; ma questo dipende anche da altri fattori, tra cui l'apertura dell'economia al commercio internazionale.

Un altro canale su cui la politica monetaria influisce è quello delle aspettative a lungo termine dei privati. Considerando questa particolarità, un ruolo fondamentale lo avrà la *credibilità* della banca centrale. Solo un'istituzione che gode di ampia credibilità potrà avere un effetto diretto sui comportamenti che determinano salari e prezzi.

⁵ Banca Centrale Europea, La politica monetaria della BCE, Frankfurt am Main 2005

Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ai prezzi:

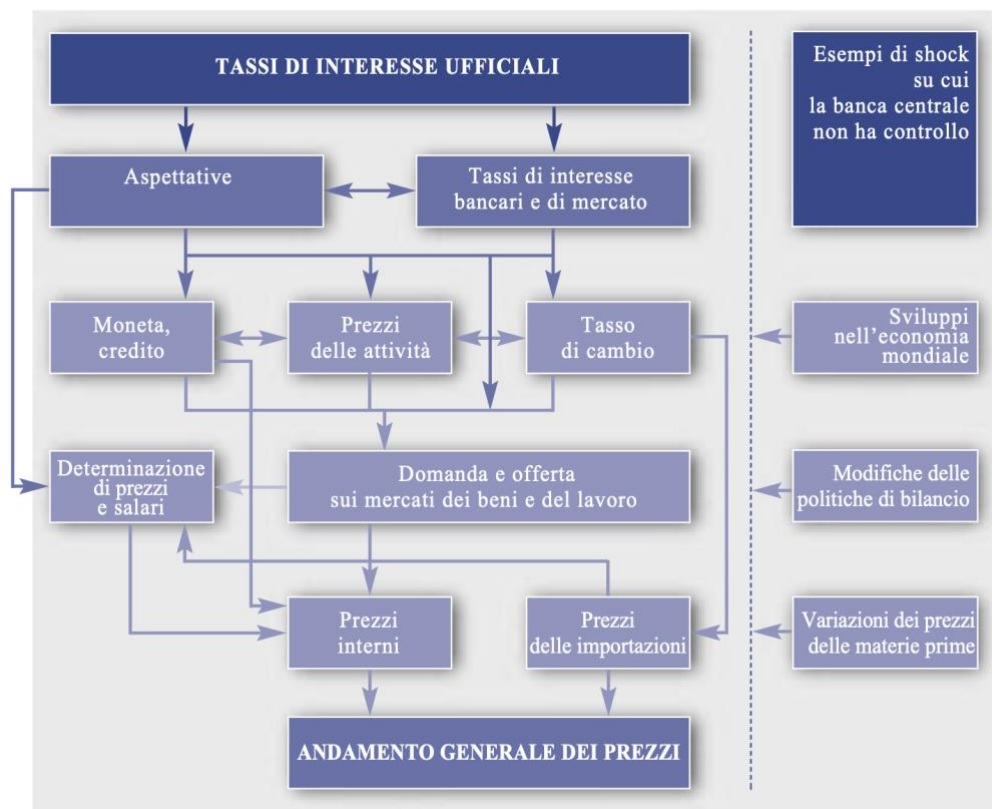


Figura 3: Banca Centrale Europea, La politica monetaria della BCE, Frankfurt am Maim 2005

Il processo dinamico di trasmissione della politica monetaria è largamente più complesso dei passaggi sopra elencati.

Questo include un alto numero di operatori diversi e i comportamenti di questi si influenzano a vicenda. Si verificano spesso ritardi nell'azione della politica della banca centrale che deve essere in grado di anticipare, di molto, momenti di rallentamento o aumento dell'attività economica dei mercati, per dare il tempo a tutti gli agenti di modificare i loro comportamenti e, in particolare, le loro aspettative. Un altro problema è dato dal fatto che gli andamenti economici risentono di shock che possono provenire da fonti diverse.

La politica monetaria deve tenere conto di tutte le altre circostanze rilevanti che possono influenzare l'andamento futuro dei prezzi in modo da evitare ripercussioni indesiderate.

Per semplificare la gestione di questo complesso sistema di trasmissione, la banca centrale si serve degli obiettivi intermedi, già ricordati.

Queste variabili devono essere facilmente rilevabili, strettamente controllabili e devono presentare una relazione stabile con l'obiettivo finale della politica monetaria.

Pur facilitando il lavoro della banca centrale, il perseguimento di un obiettivo intermedio crea, inevitabilmente, un *trade-off* tra controllabilità e trasparenza.

La variabile intermedia è più direttamente perseguibile, ma il pubblico ha una nozione sfumata della variabile e della sua relazione con l'obiettivo finale e questo ne intacca la credibilità.

Vi sono, inoltre, due opinioni contrastanti che riguardano l'utilizzo, da un lato dei tassi di interesse, dall'altro dell'aggregato monetario, come obiettivi intermedi della politica monetaria. L'adozione degli aggregati monetari come variabili di controllo intermedio dipende dall'esistenza di ritardi che influenzano il sistema nel suo intero: l'intervento delle istituzioni l'acquisizione delle informazioni. L'utilizzo di questo tipo di obiettivo dipende anche dalla fiducia nel fatto che il controllo della crescita della massa monetaria e il suo effetto sull'inflazione, abbia un ruolo necessario per mantenere la stabilità dei prezzi.

Infatti, sono proprio i monetaristi ad avere una chiara preferenza per gli aggregati monetari come obiettivi intermedi e per le regole di crescita costante della moneta, basandosi sul principio che l'inflazione è un fenomeno, appunto, monetario.

Nel corso degli anni '80, l'utilizzo di target monetari è andato via via diminuendo a causa di una crescente instabilità della domanda dovuta dall'innovazione tecnologica, finanziaria e dalla liberazione dei mercati.

Si è passati quindi a dare una maggiore considerazione alle variabili quantitative, in particolare variabili di prezzo dei mercati finanziari e monetari, ovvero tassi di interesse e di cambio, o il prezzo degli strumenti derivati.

Una modifica ai tassi di interesse nominali a breve termine, ha un effetto immediato su tassi reali a breve termine e, per la vischiosità dei prezzi, sui tassi a lungo termine.

Nel corso del tempo, però, il meccanismo di aggiustamento dei prezzi fa in modo che ritornino i valori di equilibrio delle grandezze reali, quindi gli unici effetti duraturi sono quelli sulle variabili nominali. Tuttavia, le variazioni sul reddito o sull'inflazione possono indurre una modifica del tasso di interesse. In particolare, ponendo l'attenzione sul caso di breve periodo, il controllo dei tassi di interesse permette di neutralizzare gli shock di natura finanziaria. Se si considerano, invece, come variabile, gli aggregati monetari, si può attenuare uno shock di natura reale.

Una particolare strategia di politica monetaria in termini di stabilità di prezzo è quella dell'*inflation targeting*. Alla base di questa linea vi è, come obiettivo prioritario, la stabilità del potere di acquisto della moneta.

La banca centrale deve essere assolutamente indipendente nelle decisioni, deve agire in modo trasparente ed essere pienamente responsabile delle conseguenze che scaturiscono dalle sue politiche.

Per ottenere l'obiettivo di stabilità di prezzi utilizzando come mezzo il tasso di inflazione, l'autorità centrale dovrebbe, quindi, perseguire il fine di ridurre al minimo i costi dovuti all'inflazione attesa: costi di listino e il costo delle soole, nonché il problema di allocazione inefficiente delle risorse.

E' importante dire, però, che ridurre a zero il tasso di inflazione non è ottimale. Se si fa riferimento al meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari, diventa necessaria una variazione temporanea del tasso di interesse nominale. L'inflazione nulla rende il tasso di interesse reale uguale al tasso di interesse nominale; questo comporta che un'espansione monetaria, mirata ad aumentare la produzione, comporterebbe un tasso di interesse inferiore, ovvero un tasso di inflazione nullo. Questo non è credibile. Inoltre, un livello moderato di inflazione è cruciale per favorire il buon funzionamento dei mercati del lavoro, in cui l'offerta e la domanda di lavoro cambiano continuamente. Le

banche centrali hanno adottato, negli anni, target di inflazione compresi nelle fasce che vanno da 0-2% o 1-3%, si tratta di valori contenuti ma sempre positivi.

Negli anni '60 e nella prima metà degli anni '70, i principali obiettivi della politica monetaria riguardavano la crescita del reddito, la stabilizzazione delle fluttuazioni cicliche e, in alcuni casi, anche di stabilizzazione dei conti con l'estero.

In seguito alla prima crisi petrolifera e agli episodi di alta inflazione generati da questa, è avvenuto un cambiamento radicale che ha spostato l'attenzione sul rientro dell'inflazione.

Oggi, l'opinione più diffusa è quella che le banche centrali debbano avere come finalità principale quella di mantenere la stabilità dei prezzi. Non a caso, la Banca Centrale Europea ha inserito nel suo statuto proprio questo obiettivo, precisando che perseguirà un obiettivo di inflazione su livelli "prossimi al 2%".

Nei prossimi capitoli saranno analizzate due situazioni particolari, caratterizzate da un livello dei prezzi molto diverso tra loro. Prima di tutto un lungo periodo di deflazione, caratterizzato da tassi di interessi nulli o, addirittura, negativi, analizzando il caso che ha afflitto il Giappone per circa un ventennio. Successivamente verrà analizzato il periodo di inflazione alta, iniziato in seguito alla pandemia di Covid-19 e che stiamo vivendo tuttora. L'analisi sarà incentrata sull'osservazione delle politiche monetarie messe in atto dalle banche centrali e, in particolare, della BCE.

Capitolo 2: LA DEFLAZIONE

Con il termine deflazione si indica una riduzione sostenuta del livello generale dei prezzi. La flessione deve riguardare più classi di beni e diversi settori contemporaneamente; per questo, il tasso di variazione del livello generale dei prezzi viene misurato usando un indice rappresentativo di un paniere di beni e servizi diverso nei vari paesi e non definito in modo univoco.

La deflazione può avere un'origine monetaria che ha inizio da una insufficiente offerta di moneta e che conduce gli agenti a ridurre le spese e a vendere gli asset per colmare il deficit di moneta: questo crea una contrazione della domanda aggregata. Altrimenti la deflazione può anche avere un'origine reale. Una flessione deriva molto spesso da una situazione di crescita negativa in cui la domanda aggregata si contrae, indicando persone e aziende a ridurre la loro spesa. Questo spinge le società stesse a cercare di vendere i propri prodotti a prezzi inferiori, nella speranza di stimolare la domanda e una risposta del consumatore.

Oltre che da shock della domanda, la deflazione può anche essere causata da shock dell'offerta. In questo caso, l'aumento della produttività delle aziende o lo sviluppo tecnologico provocano un mutamento delle condizioni del mercato, l'abbassamento dei prezzi e un conseguente sviluppo della produzione. Si ha, quindi, un effetto positivo. È anche per questo motivo che fino alla metà degli anni Venti del secolo scorso, la deflazione non era stata oggetto di particolari considerazioni.

Secondo l'opinione pubblica poteva essere indice di criticità, spesso legate ad un singolo settore, ma non ne era mai la causa. Più spesso era indice di innovazione tecnologica, concorrenza e accresciuta produttività.

Fu Fisher uno dei primi a definire la deflazione come non neutrale, a indicarne i principali problemi e le conseguenze che può avere, trasformando un fenomeno puramente monetario in un fenomeno reale.

In questo capitolo si analizzeranno i principali rischi della deflazione, nella sua evoluzione maligna, e quali sono state le azioni di politica monetaria che le banche centrali hanno adottato per cercare di frenare la recessione. Come esempio, sarà analizzato il caso eclatante del Giappone.

2.1 Il fenomeno deflattivo

Nel corso del ciclo economico si alternano sostanzialmente due trend opposti, una prima fase ascendente e una seconda fase discendente.

In particolare, all'interno delle due fasi, possono essere individuati quattro periodi: la ripresa e la crescita, appartenenti alla prima fase, la recessione e la depressione, che sono parte della fase discendente. Le fluttuazioni hanno punti di picco, il livello massimo della fase di espansione, che si identifica con un aumento persistente del PIL, e punti di valle, il valore più basso raggiunto dalla fase di contrazione, ossia una riduzione del tasso di crescita e del PIL.

Il passaggio del ciclo è influenzato da movimentazioni negli equilibri concorrenziali dei vari settori e da variazioni dei prezzi relativi. Un periodo di inflazione crescente può essere una misura di stimolo e accelerare la crescita. Ma, se i prezzi crescono troppo, è opportuno che l'inflazione si abbassi. È compito della banca centrale, attraverso l'utilizzo dei vari strumenti che ha a disposizione come, ad esempio, la modifica dei tassi di interesse e il processo di trasmissione della politica monetaria, stimolare o frenare la crescita per evitare che si sfoci in una vera e propria depressione.

Una crisi, infatti, comporta un periodo di recessione che dura ben più a lungo di una fase ciclica. Può avere diverse cause legate alla debolezza economica che, talvolta, è legata a pressioni deflazionistiche. Nel caso in cui queste pressioni siano dovute a shocks negativi

della domanda aggregata, ci si trova nel caso della deflazione “cattiva” che provoca una produzione sotto il livello naturale, come si può osservare nella figura 4. La scossa fa traslare la curva della domanda aggregata (AD) verso sinistra, il che porta a una riduzione temporanea del livello di produzione (Y) fino a Y^2 , che diventa inferiore al livello naturale (Y^1). Questo è causato dalle rigidità nominali, rappresentate dall'inclinazione positiva della curva dell'offerta aggregata a breve termine (SAS). I consumi nominali ($C=P*Y$) diminuiscono e il livello generale dei prezzi (P) si riduce, passando a P^2 .

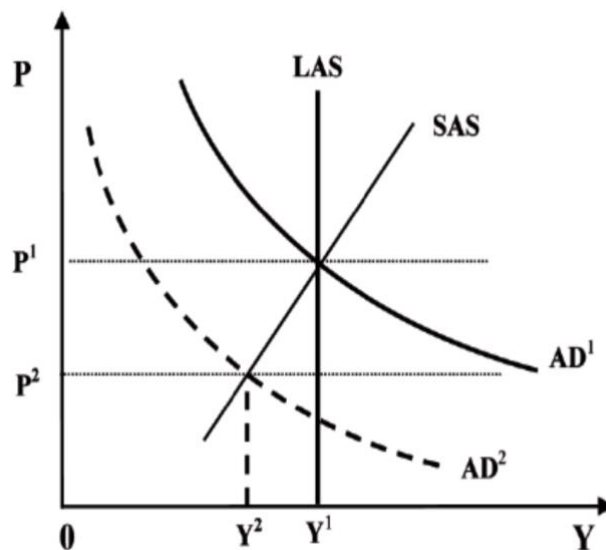


Figura 4

Facendo un passo indietro, la curva di domanda aggregata descrive la relazione che intercorre tra il livello dei prezzi e il livello del reddito nazionale.

Per spiegare la derivazione della curva di domanda aggregata possiamo basarci sul modello *IS-LM* e *AS-AD*. Per ogni data offerta di moneta M , un più elevato livello dei prezzi P riduce i saldi monetari reali M/P . Una minore offerta dei saldi monetari reali spinge verso l'alto la curva *LM*, provocando un aumento del tasso di interesse e una diminuzione del reddito di equilibrio.

La curva di domanda aggregata descrive la relazione inversa che esiste tra il reddito e il livello dei prezzi. Questa rappresenta l'insieme dei punti di equilibrio che si formano nel breve periodo e che sono definiti dal modello IS-LM al variare del livello dei prezzi.

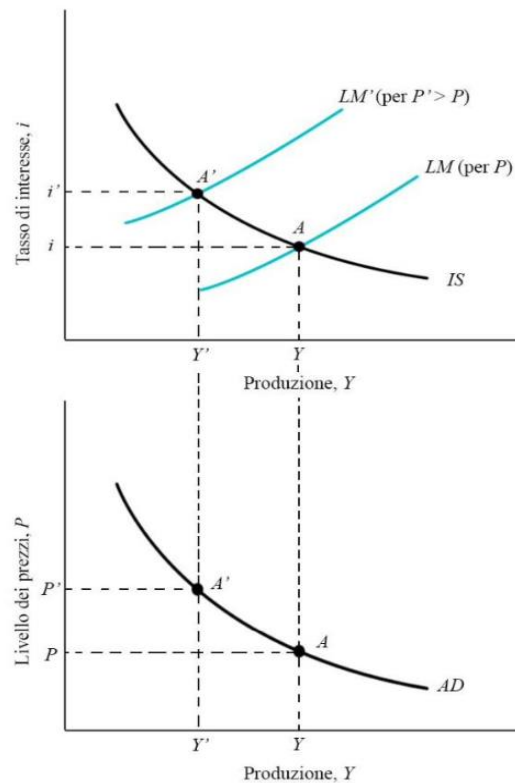


Figura 5

La curva di domanda aggregata insieme alla curva di offerta aggregata viene utilizzata nel modello AS-AD per definire l'equilibrio di medio periodo. Il modello AS-AD può essere utilizzato per esaminare il fenomeno della deflazione. Infatti, in una situazione ideale in cui l'economia si trova in equilibrio di piena occupazione, secondo il modello, uno shock negativo sulla domanda aggregata (da AD^1 a AD^2) può causare una situazione di deflazione, in cui i prezzi diminuiscono e il livello di produzione diminuisce (figura 1).

Questo shock potrebbe portare a una recessione ciclica, alla caduta delle aspettative dei consumatori e a politiche eccessivamente restrittive. Inoltre, la caduta della fiducia dei consumatori e delle aspettative di prezzi al ribasso potrebbero peggiorare ulteriormente la situazione di deflazione iniziale.

Tra le cause principali della deflazione e, quindi, della variazione generale del livello dei prezzi vi sono: una situazione di ristagno economico, una domanda aggregata insufficiente rispetto all'offerta e la creazione di un gap positivo della produzione che fa aumentare il costo dei fattori di produzione.

Se poi la ripresa economica è debole, vi è incertezza nella misurazione del livello di produzione, aumenta il ristagno, la pressione deflazionistica diventa sempre maggiore.

Un ruolo importante lo hanno anche le aspettative sull'inflazione. La formazione di aspettative negative, sui tassi ma anche sul reddito, ha ripercussioni sulla produzione e sulla domanda aggregata. Tutto ciò non vuol dire che qualunque ribasso della domanda aggregata provoca la deflazione.

Per arrivare a una situazione di questo genere le ripercussioni sulla domanda devono essere di notevole entità, così come avviene quando scoppia una bolla o si scatena una crisi economica.

2.1.1 La *debt deflation*

La *debt deflation* viene teorizzata da Irving Fisher nel trattato "*The Debt Deflation Theory of Great Depression*" (1933) in cui riprende e conclude il precedente lavoro "*Booms and Depressions*" (1932). Così Fisher espone la teoria della deflazione da debiti in cui spiega come la deflazione sia il frutto di una situazione di sovra indebitamento⁶.

L'analisi si pone come obiettivo quello di spiegare gli effetti della persistenza, della propagazione e del contagio che hanno portato al tracollo economico di quegli anni. L'elemento scatenante è una situazione di eccesso di indebitamento che, passando per nove stadi distinti, porta ad una crisi economico-finanziaria.

⁶ "Over-indebtedness means simply that debts are out-of-line, too big relatively to other economic factors ... including asset, income, gold and liquidities (i.e., quickness or slowness of asset and liabilities)" (Fisher, 1932, p. 11).

Una situazione del genere, secondo Fisher, può dipendere dalla presenza di nuove opportunità di investimento, nuove invenzioni, nuove risorse, che promettono grandi profitti e spingono gli investitori a pagare meno il denaro preso in prestito.

Un'altra causa possono essere i debiti di guerra sia pubblici che privati, anche se, come precisa l'autore, ogni indebitamento oltre misura ha la sua causa.

Nello stato di sovra indebitamento si crea uno shock nello stato di fiducia di creditori e debitori che conduce (i) alla liquidazione dei debiti, secondo la cosiddetta *distress selling*⁷ ovvero la vendita di beni ad un prezzo molto ridotto. Ne consegue (ii) una contrazione dei depositi che deriva dal fatto che i prestiti vengono via via ripagati e la velocità di circolazione della moneta si riduce. Il risultato è (iii) una caduta del livello di prezzi il cui effetto è anche un aumento del costo dell'indebitamento in termini reali fino ad arrivare (iv) alla diminuzione nel *net worth*⁸ delle imprese e al verificarsi dei primi fallimenti. Successivamente si verificano, (v) il crollo dei profitti e (vi) una forte diminuzione degli investimenti, del reddito e dell'occupazione. Tutto ciò non fa altro che (vii) peggiorare lo stato di fiducia e (viii) rallentare la circolazione della moneta favorendo il tesoreggiamento. Infine, si arriva ad (ix) un disequilibrio tra i tassi di interesse: una diminuzione del tasso di interesse nominale insieme con un aumento del tasso reale.

Tutti questi fenomeni si alimentano e si accrescono vicendevolmente ed hanno come effetto scatenante la deflazione dei prezzi.

Il processo di sovra indebitamento si arresta quando le azioni dei debitori, ovvero la riduzione dei consumi e degli investimenti, vengono compensate dall'aumento della spesa dei creditori.

Tuttavia, anche un piccolo calo della fiducia può portare alla deflazione, in cui il sovra indebitamento porta a una riduzione dei prezzi che può portare a un aumento del debito effettivo.

⁷ Fisher, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depression" in "Econometrica", Vol. 1, p. 337-357

⁸ Il net worth è la differenza tra le attività (finanziarie e reali) e le passività.

Secondo Fisher, se l'importo è sufficientemente grande, la liquidazione dei debiti può causare un calo dei prezzi che non è sufficiente per compensare l'aumento reale del debito stesso. In tal caso, la liquidazione dell'obbligazione può annullarsi da sola o addirittura aumentare il debito attraverso la deflazione⁹.

Minsky, considerato il pioniere della *debt deflation school*, basandosi sul lavoro di Fisher, ha arricchito la teoria della *debt deflation*, evidenziando la modalità con cui avviene la liquidazione dei debiti. In particolare, se un soggetto economico non ha la liquidità necessaria per saldare il proprio debito, può ottenere i fondi necessari attraverso i profitti o i salari, prendendo un prestito o vendendo gli asset a propria disposizione. Tuttavia, Minsky mette in guardia sulla vendita degli asset, suggerendo che i soggetti economici potrebbero essere costretti a svenderli a prezzi bassi, causando una caduta di valore degli stessi sul mercato e una possibile insolvenza diffusa. In questo modo, la deflazione da debito potrebbe essere determinata dalla difficoltà di vendere gli asset a prezzi sufficienti per saldare i debiti¹⁰.

Sebbene la teoria della deflazione da debiti abbia una coerente struttura interna, essa risulta incompleta per comprendere le crisi finanziarie odierna e necessita quindi di essere ampliata. In particolare, deve essere riformulata in modo da considerare gli effetti dell'integrazione dei mercati globali sull'instabilità finanziaria sistemica.

2.1.2 La secular stagnation

La *secular stagnation* è una teoria economica che sostiene che le economie avanzate possano entrare in una fase di stagnazione duratura, caratterizzata da una crescita economica debole o inesistente, bassi tassi di interesse e bassi livelli di inflazione.

Si tratta di una teoria che è collegata all'analisi dei cicli economici; però, mentre la teoria del ciclo economico tratta le depressioni come fenomeni temporanei e ricorrenti, nella

⁹ Fisher, 1933 Op. Cit.

¹⁰ Minsky, H. P., 1982. Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, dicembre n. 143, p. 375-393.

secular stagnation c'è la possibilità che la depressione diventi la normale condizione economica. Questo accade, in particolare, se si raggiunge il livello dello *zero lower bound* (ZLB) in cui, se la produzione è insufficiente per la piena occupazione, le politiche attuabili sono limitate e si protrae lo stato della stagnazione lasciando un livello di disoccupazione apparentemente irrisolvibile.

La *secular stagnation* viene vista come risultato parallelo rispetto alla *debt deflation*.

In entrambi i casi l'elemento scatenante è una sostanziale diminuzione del credito che può dipendere da un calo della domanda di credito, o da una riduzione dell'offerta di credito.

Se è la prima a prevalere sulla seconda, si cade nella *secular stagnation* con una continua riduzione dei tassi di interesse. Al contrario, se a prevalere è il rientro dell'offerta del credito, si arriva ad una situazione di *debt deflation* in cui i tassi di interesse crescono.

2.2 I rischi della deflazione

Si è visto come la deflazione è causa, ma anche conseguenza, di un periodo di crisi economica ed è sicuramente un fenomeno che alimenta una recessione.

La deflazione ha un impatto significativo sull'economia, anche quando è lieve ma persistente nel tempo, poiché aumenta l'incertezza economica e altera la distribuzione delle risorse, con importanti conseguenze distributive e un impatto negativo sulla crescita economica.

Gli effetti negativi degli episodi deflazionistici sono sicuramente dovuti alla deflazione in sé, ma anche alle circostanze ambientali che fanno sì che questa si verifichi.

2.2.1 Lo zero lower bound

Un costo importante della deflazione è collegato al suo impatto sui tassi di interesse e, in particolare, alla probabilità che il tasso di interesse nominale raggiunga il limite zero. Fu proprio Fisher, nella conclusione del suo trattato sulla deflazione da debito, ad esporre i “complicati disturbi nei tassi d’interesse, in particolare, una caduta nel tasso nominale, o monetario, e un aumento nel tasso reale, o dei beni”¹¹. Ed è proprio nell’equazione di Fisher che si descrive la relazione tra tasso di interesse nominale e reale.

$$i = r + \pi^{\text{exp}}$$

In questa equazione il tasso di interesse nominale risulta come la somma tra il tasso di interesse reale e l’inflazione attesa. Ne deriva che, nel caso di un tasso reale sufficientemente stabile, il tasso nominale si modifica in relazione all’andamento dell’inflazione e, quindi, delle aspettative sull’inflazione.

Questo meccanismo è definito “effetto Fisher”. Se il tasso di inflazione negativo (deflazione) è abbastanza grande da eguagliare il tasso di interesse reale, si raggiunge il livello limite dello *zero lower bound*, quindi un tasso di interesse nominale pari, o vicino, allo zero. Questo avviene quando le autorità di politica monetaria cercano di alleggerire le condizioni monetarie riducendo i , in risposta alla deflazione.

Il limite di questa politica è proprio lo ZLB poiché nessuno accetterebbe mai di prestare denaro ad un tasso di interesse negativo. Qualora il tasso i venga trascinato dalle autorità al suo livello minimo si incorre nel caso della trappola della liquidità in cui, come si è visto nel capitolo precedente, la politica monetaria diventa completamente inefficace. Il fatto che i tassi d’interesse nominale siano a zero non vuol dire che il costo del denaro è pari a zero.

¹¹ Fisher, 1933 Op. Cit.

Infatti dall'equazione di Fisher si evince che in presenza di inflazione negativa e di *zero lower bound* il tasso reale d'interesse è positivo.

Più è grave la condizione della deflazione maggiore sarà il tasso di interesse reale, in modo da creare un effetto redistributivo che porta la ricchezza dai debitori ai creditori. Si introduce così il concetto di spirale deflazionistica.

2.2.2 La spirale deflazionistica

La deflazione è un processo che si autoalimenta. Tutte le sue conseguenze, la recessione ciclica, l'aumento del valore dei debiti, l'aumento della disoccupazione, la rigidità dei prezzi nominali, il crollo della fiducia e le aspettative negative vanno ad aggravare la situazione iniziale. Il calo continuo dei prezzi instaura un meccanismo che riduce il profitto delle imprese che si trovano con una minore liquidità e riducono la produzione per evitare di avere prodotti invenduti. Le aziende cercano di ridurre i costi e, quindi, licenziano parte del personale.

La crescita della disoccupazione porta la popolazione a diminuire il consumo e ad aumentare il risparmio con una conseguente diminuzione della circolazione della moneta. La domanda continua a diminuire e i prezzi a scendere e determina un peggioramento della spirale negativa.

Il concetto di spirale deflazionistica torna anche se si parla di *debt deflation*. Un sovra indebitamento aggrava il rischio per le aziende e amplifica il calo dei profitti, la riduzione degli investimenti, della produzione e del reddito, sfociando in una diminuzione dei consumi e nell'ulteriore crollo della domanda aggregata.

Una situazione di deflazione, però, non comporta sempre una spirale deflazionistica.

Quest'ultima si crea nel caso di sostanziosi tagli dei prezzi e dei salari dovuti all'inattività economica. Un'altra causa può essere l'abbassamento al limite del tasso di interesse nominale come strumento di politica monetaria.

È per questo che spesso la spirale deflazionistica è più il risultato delle scelte di politica monetaria piuttosto che della deflazione.

2.3 La deflazione, come reagire?

Avendo preso in considerazione le conseguenze disastrose che la deflazione può avere, ora saranno analizzate alcune misure di politica monetaria che possono essere messe in atto per prevenire o uscire da una situazione di deflazione.

È opinione diffusa, tra i principali autori, che la soluzione migliore alla deflazione sia prevenirla. Bernanke¹²(2002) afferma che sarebbe opportuno utilizzare la politica monetaria e la politica fiscale, quando necessario, per sostenere il consumo e assicurare il pieno impiego delle risorse economiche per evitare di incorrere nella deflazione.

Anche Svensson¹³(2003) sostiene che le banche centrali dovrebbero intervenire con misure emergenziali nel caso in cui vi siano indicatori che preannunciano un'imminente trappola della liquidità, in modo da cercare di prevenire situazioni irreparabili.

Come si è visto, la deflazione non è un fenomeno puramente monetario e, quindi, spesso, l'intervento unico della politica monetaria si rivela insufficiente a bloccare i risvolti sull'economia reale. Sarà necessario l'intervento della politica fiscale, attraverso riforme strutturali, e, soprattutto, l'intervento congiunto e coordinato delle due.

Bernanke individua alcune politiche della banca centrale che possono essere utili a prevenire la deflazione.

Primo tra tutti è il mantenimento di una "zona cuscinetto" dell'inflazione per evitare che si verifichi una riduzione inattesa della domanda aggregata fino ad arrivare al crollo del

¹² Bernanke, B. S., 2002. Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here [online]. Speech 530, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Disponibile su <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/>

¹³ Svensson, L. E. O., 2003. Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (4), 145-166.

tasso nominale allo *zero lower bound*. Per monitorare l'inflazione si può individuare un esplicito obiettivo per l'inflazione, simmetrico e positivo. In questo modo, se si misura uno scostamento sostanziale delle previsioni dell'inflazione dall'obiettivo, si può intervenire per tempo. Alternativamente ci si può porre come target un andamento del livello generale dei prezzi positivo e seguirlo prima di incorrere nella trappola della liquidità.

Un altro tipo di politica che viene proposta dall'autore riguarda la responsabilità della banca centrale di assicurare la stabilità finanziaria nel sistema economico.

Per proteggersi dagli shock deflazionistici è fondamentale mantenere un sistema bancario ben capitalizzato e un mercato finanziario flessibile e ben funzionante.

Il ruolo di supervisore e regolatore è cruciale per fare sì che i mercati si mantengano in questo stato.

Infine, la banca centrale può agire in modo più drastico e tempestivo con una riduzione dei tassi di interesse quando l'inflazione è già ad un livello basso.

Nei prossimi paragrafi si analizzeranno alcune delle iniziative di politica monetaria, convenzionale e non convenzionale, che una banca centrale può mettere in atto per prevenire o combattere la deflazione.

2.4 Politiche monetarie convenzionali e non convenzionali

L'efficacia della politica messa in atto dalla banca centrale dipende dalla sua capacità di influenzare la domanda aggregata nominale, data dalla somma della domanda di consumo, dalla domanda di investimento, dalla spesa pubblica e dalla domanda di esportazioni.

Si ritiene che una prerogativa per l'efficacia della politica monetaria sia la credibilità e la stabilità dell'istituzione monetaria.

Si parla, quindi, di “ancora nominale credibile”, ovvero di un regime monetario che permette al settore privato di formare le aspettative sul livello futuro dei prezzi.

Facendo riferimento al passato un esempio di ancora nominale credibile è stato il *gold standard*. La valuta doveva mantenere una certa parità di scambio con l'oro e il livello generale dei prezzi era determinato dalla domanda e dall'offerta di oro. Questo assicurava una capacità di autocorrezione del mercato e delle aspettative sui prezzi, perciò, nel caso di uno shock nel mercato dell'oro, dopo una variazione temporanea dei prezzi ci si aspettava un ritorno al valore iniziale.

Con la fine del *gold standard*, e del *gold exchange standard*¹⁴, è diventato sempre più cruciale il ruolo della banca centrale, in particolare, come istituzione indipendente e credibile.

Le politiche di *inflation targeting* e *price-level targeting* costituiscono delle efficaci ancore nominali che possono rivelarsi determinanti per il successo della politica monetaria.

2.4.1 Inflation targeting e price level targeting

È chiaro come, nel prevenire la deflazione, le aspettative giochino un ruolo fondamentale. Ed è proprio per cercare di ancorare le aspettative inflazionistiche che la banca centrale si pone un obiettivo di tasso di inflazione. Questo regime di politica monetaria viene definito *inflation targeting*, ovvero il ricorso ad un obiettivo esplicito in termini di inflazione come guida operativa alla gestione monetaria. Come già affermato in precedenza, il target di inflazione deve mantenere una zona cuscinetto che non permetta al tasso di interesse di raggiungere lo *zero lower bound*. L'obiettivo deve essere sufficientemente elevato da ridurre al minimo il rischio dello ZLB ma, allo stesso tempo, abbastanza basso da ridurre le paure che riguardano le conseguenze negative dell'inflazione.

Numericamente questo valore viene individuato attorno al 2%. Nonostante l'adeguatezza di questo target sia stata messa in dubbio, perché considerato troppo basso per impedire delle adeguate riduzioni del tasso di interesse in caso di shock negativi sulla domanda, si

¹⁴ Come noto, era fissata la convertibilità delle valute con il dollaro e, solo quest'ultimo, aveva una convertibilità fissa con l'oro.

ritiene che, fintanto che la banca centrale promette una crescita della moneta nominale più alta e un'inflazione maggiore in futuro, l'autorità monetaria potrà far aumentare le aspettative sull'inflazione futura, ridurre i tassi reali attesi e stimolare l'attività economica. Questo perché, ad un tasso di inflazione basso, corrisponde un tasso nominale medio basso e, quindi, il danno è minimo¹⁵.

È necessario precisare che un semplice annuncio di uno specifico obiettivo di inflazione non è sufficiente per impattare le aspettative dei consumatori; la banca centrale deve risultare credibile impegnandosi in azioni che supportino l'annuncio stesso. Questi atti possono includere, la pubblicazione di stime dell'inflazione futura, ulteriori comunicazioni pubbliche che ribadiscono l'impegno dell'autorità¹⁶.

Un'altra forma di target è il *price level targeting* che implica un livello dei prezzi che oscilla intorno all'andamento del livello comunicato che può essere costante o crescente.

La banca centrale si impegna a diminuire al massimo la fluttuazione dei prezzi affinché l'incertezza sul livello futuro dei prezzi sia minima.

Secondo Böhm, Filáček, Kubicová e Zamazalová¹⁷, una migliore prevedibilità del livello generale dei prezzi riduce i costi di calcolo dei consumi futuri, migliora il ruolo dei prezzi nel processo di allocazione delle risorse e minimizza il rischio di errori che possono portare ad una struttura dei consumi non ottimale, ad un'allocazione del capitale inappropriata. Nel loro articolo, i quattro economisti riportano le opinioni di diversi altri autori che sostengono che un target di prezzo credibile possa avere un effetto stabilizzatore sulla domanda aggregata attraverso un rialzo del tasso di interesse reale, quando i prezzi scendono al di sotto del target, e un ribasso, quando il livello dei prezzi

¹⁵ Per ulteriori approfondimenti, si veda Blanchard, Dell'Arriccia, Mauro (2010), *Rethinking Macroeconomic Policy*".

¹⁶ Svensonn (2003), Op. Cit.

¹⁷ BOhm J., Filáček J., Kubicová I., Zamazalová R., 2012, "Price-Level Targeting – A Real Alternative to Inflation Targeting?", *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol.62, p.2-26

sale. Questo aiuta ad uscire dal caso dello *zero lower bound* poiché non è più necessario modificare i tassi di interesse nominali.

Al contrario però, vengono riportati diversi studi che sottolineano l'alto rischio di arrivare a tassi di interesse pari a zero e di incorrere nella deflazione. Si tratta dei casi in cui un marcato superamento del target richiederebbe di riportare il livello dei prezzi all'obiettivo iniziale, causando il bisogno di un periodo di deflazione prolungato.

Rispetto al regime di *inflation targeting*, il *price level targeting* crea maggiori problemi nel caso in cui non si raggiunga il livello prestabilito.

Infatti, per rimanere in linea con il percorso target dei livelli di prezzo, se per un anno non si ha il livello di inflazione previsto sarà necessario raggiungere un livello ancora maggiore l'anno successivo. Al contrario, in caso di target di inflazione, questo rimane lo stesso sia che la politica monetaria risulti efficace sia in caso contrario.

Un ulteriore svantaggio è nella comunicazione al pubblico: se la banca centrale decide di adottare come target un certo andamento dei prezzi, non potrà comunicare un singolo valore. In questo modo l'obiettivo prescelto sarà di più difficile comprensione per gli operatori¹⁸.

La stabilità dei prezzi che la Banca Centrale Europea ha come obiettivo prioritario e irrinunciabile costituisce un'ancora nominale credibile.

Il consiglio direttivo, ovvero l'organo responsabile della politica monetaria efficace nell'Eurozona, ha il compito di preservare il potere d'acquisto della moneta unica. Solo subordinatamente la BCE può contribuire a sostenere le politiche economiche e supportare lo sviluppo. La stabilità dei prezzi, comunque, favorisce una crescita durevole, un'espansione dell'economia, una maggiore occupazione indirizzando il mercato verso una allocazione delle risorse più efficiente. Nonostante la BCE abbia un obiettivo inflazionistico numerico che deve mantenersi su livelli "prossimi al 2% nel

¹⁸ Böhm, Filáček, Kubicová e Zamazalová (2012) Op. Cit.

medio periodo”, si tratta di un caso sostanzialmente diverso dal paradigma di *inflation targeting*. In quest’ultimo tipo di regime, infatti, di solito è il governo ad assegnare un obiettivo specifico all’autorità monetaria che è pienamente indipendente rispetto al suo conseguimento. Allo stesso tempo, la banca centrale è pienamente responsabile nel caso in cui il risultato non venga raggiunto. Nessuna di queste condizioni sussiste nell’attività della BCE.

2.4.2 Riduzione del tasso di interesse di lungo periodo

Come abbiamo già visto, una situazione di deflazione può essere tanto grave da spingere i tassi di interesse ad un livello prossimo allo zero impedendo alla banca centrale di ridurli ulteriormente per incentivare i consumi.

Al livello dello *zero lower bound*, la politica monetaria convenzionale risulta poco efficace; la banca centrale ha a disposizione altri strumenti non convenzionali che spesso coinvolgono grandi quantità di denaro. Quindi, quando il tasso di interesse raggiunge i livelli minimi la banca centrale deve “*espandere la scala degli asset che acquista e, possibilmente, estendere le tipologie di asset acquistati*”¹⁹ in modo tale da spingere il consumo del pubblico.

Una politica che la banca centrale può attuare per uscire da una situazione di deflazione è quella di ridurre i tassi di interesse nominali di lungo periodo. Infatti se i tassi a breve termine raggiungono lo *zero lower bound*, non vuol dire che anche i tassi a lungo termine siano pari a zero.

È proprio quest’ultimo che più di tutti influenza le scelte di consumo e d’investimento e che, attraverso una riduzione, può maggiormente sostenere l’andamento della domanda. A parità di altre condizioni, dopo un abbassamento del tasso di interesse nominale, si riduce anche quello reale a lungo termine provocando un’espansione che potrebbe permettere l’uscita dallo ZLB.

¹⁹ Bernanke (2002) Op. Cit.

Vi sono due modi principali per mettere in atto questa politica che possono essere utilizzati sia congiuntamente che singolarmente.

Il primo modo, proposto da Bernanke (2003) e ripreso poi da Svensson (2003), consiste nell'annuncio, da parte della banca centrale, di un tetto minimo del tasso di interesse sui titoli di stato fino ad un certo termine, per poi impegnarsi ad acquistare i suddetti titoli illimitatamente ad un tasso coerente con lo specifico obiettivo di rendimento. Questa politica permette ai tassi a lungo termine sui titoli pubblici e privati di scendere, facendo sì che la domanda aggregata si rafforzi in modo da uscire dalla deflazione.

La seconda metodologia per ridurre il tasso sui titoli a lungo termine prevede che la banca centrale annunci di mantenere il tasso nominale di breve termine pari a zero per un periodo di tempo futuro abbastanza lungo. Infatti Bernanke afferma che: *“poiché i tassi a lungo termine rappresentano la media dei tassi a breve attuali e attesi, più un premio alla scadenza, un impegno a tenere i tassi a breve termine a zero per un determinato periodo, se credibile, porta ad un ribasso del tasso di interesse a lungo periodo”*²⁰. Affinché la politica funzioni è fondamentale che l'annuncio della banca sia credibile e che si formino delle aspettative di inflazione futura coerenti.

2.4.3 L'incremento della liquidità e le operazioni di mercato aperto

Un altro strumento che la banca centrale ha per ridurre ulteriormente il tasso di interesse, è quello di espandere ulteriormente la base monetaria facendo operazioni di mercato aperto, acquistando titoli di stato o di altra natura.

La mancanza di liquidità delle banche è particolarmente pericolosa e accresce il rischio di incorrere in *debt deflation* a causa di una minore disponibilità a concedere prestiti, minori investimenti, quindi, minore produzione e, infine, un calo della domanda.

La banca centrale deve incentivare le singole banche a effettuare prestiti e stimolare maggiormente il sistema interbancario.

²⁰ Bernanke (2002) Op. Cit.

L'autorità monetaria può ridurre il rischio di credito dai bilanci delle banche acquisendo titoli direttamente da queste, in modo tale che siano più disponibili ad emettere crediti.

Altrimenti, la banca centrale può incentivare il credito abbassando la riserva obbligatoria. In questo modo le singole banche avranno maggiore liquidità a disposizione da investire. La banca centrale può acquistare titoli di stato ma anche, riserve estere, titoli esteri o titoli in valuta estera, inclusi i derivati, oppure titoli del settore privato come obbligazioni, azioni o titoli derivati. In generale, l'immissione di liquidità nel mercato attraverso operazioni di mercato aperto fa aumentare i prezzi azionari e allenta la stretta creditizia anche se il tasso di interesse a breve termine ha un valore prossimo allo zero.

La banca centrale può, inoltre, operare come prestatore di ultima istanza offrendo prestiti a scadenza fissa alle istituzioni finanziarie a tassi molto bassi o nulli. La banca centrale offre prestiti a quelle istituzioni che hanno passività molto liquide e a breve termine ma delle attività illiquide e a scadenze più lunghe in modo da garantire loro un accesso a liquidità a breve termine. Questo comporta necessariamente un cambiamento nel bilancio della banca centrale che aumenta il livello complessivo di rischio delle sue attività.

2.4.4 La svalutazione del tasso di cambio

Un ulteriore strumento di politica monetaria è la possibilità di deprezzare il tasso di cambio nominale corrente. La banca centrale può aumentare l'offerta di titoli denominati in valuta domestica e ridurre l'offerta di titoli in valuta estera e, se questi non sono perfettamente sostituibili, si verifica un deprezzamento della valuta domestica.

La svalutazione della valuta permette di agire direttamente sulla domanda aggregata accrescendo le esportazioni e riducendo le importazioni, complessivamente aumenta il saldo commerciale domestico. Questo comporta sia un effetto sostituzione, sia un effetto reddito.

Il primo comporta una diminuzione dei prezzi dei beni domestici che li rende più convenienti rispetto ai beni importati e più convenienti all'estero; il risultato è un surplus nella bilancia commerciale. L'effetto reddito, invece, a causa della crescita dell'economia

interna, provoca un aumento delle importazioni delle materie prime riducendo il surplus della bilancia commerciale.

I due effetti si controbilanciano riducendo l'efficacia del deprezzamento del tasso di cambio. Secondo Bernanke (2002), in un regime di cambi flessibili non è prevedibile né raccomandabile nessun tentativo di porre un target sul valore internazionale della propria valuta. Comunque, la svalutazione può essere un'arma efficace contro la deflazione, in determinate circostanze: un esempio nella storia degli Stati Uniti è stata la svalutazione del 40% del dollaro fatta dal presidente Roosevelt nel 1933-1934²¹.

2.4.5 I tassi di interesse negativi

Nel caso di tassi di interessi negativi, gli individui pagano una commissione per detenere il contante nei depositi. Questo aumenta il costo opportunità di non investire il denaro in attività che offrono un rendimento attivo.

Possono essere particolarmente utili, in caso di deflazione, per incentivare gli istituti di credito che saranno più inclini ad accumulare riserve, ad investire e offrire credito.

Il limite dello *zero lower bound*, che impone alla politica monetaria di non portare i tassi sotto lo zero, è autoimposto dalla banca centrale; per questo motivo, con le giuste condizioni, il limite può essere superato ed è possibile perseguire una politica che porti i tassi di interesse ad un livello negativo.

Secondo Kenneth Rogoff²² (2017) vi sono quattro approcci per implementare una politica di tassi di interesse negativi.

Il primo sarebbe l'eliminazione assoluta del contante; infatti, lo sviluppo dei pagamenti elettronici e la marginalizzazione dei pagamenti in contanti nelle transazioni legali semplifica la riduzione sotto lo zero dei tassi. Nonostante ciò, questa soluzione non è

²¹ Bernanke (2002) Op. Cit.

²² Rogoff K. (2017) Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound. Journal of Economic Perspectives, Vol. 31 (3), 47-66.

ritenuta possibile da Rogoff, poiché il costo²³ sarebbe troppo alto e impattante semplicemente per avere uno strumento in più della politica monetaria.

Un secondo approccio sarebbe quello di trovare un via tecnologica per pagare gli interessi sul contante. Anche questo metodo sembra piuttosto impraticabile anche se sono state proposte delle soluzioni creative. Ad esempio, Goodfriend²⁴ (2000) propone di aggiungere dei chip elettronici che misurano quando il denaro esce dal sistema bancario e vi applicano un interesse. Un meccanismo di questo genere, oltre a essere oltremodo costoso, creerebbe scompensi nel valore delle banconote possedute dalle varie persone e diminuirebbe la liquidità del contante.

La terza strategia potrebbe essere quella di avere due valute per ogni paese, una valuta monetaria e una valuta “reale” bancaria costituita dalle riserve bancarie. Questa soluzione permetterebbe di evitare la corsa al contante svalutando la valuta monetaria rispetto quella elettronica. Tuttavia le due valute non sono perfette sostitute, per cui potrebbe essere complesso valutare di volta in volta il tasso di cambio appropriato.

Infine Rogoff (2017) propone rendere più costosa l'accumulazione di contante. Un'osservazione da fare è che lo *zero lower bound* non è mai esattamente zero a causa dei costi di trasporto e stoccaggio del denaro, per questa ragione le banche centrali sono in grado di avere tassi di interesse appena negativi evitando la corsa al contante. Uno dei possibili sistemi per effettuare questa politica è eliminare le banconote di taglio grande che comporterebbe un aumento dei costi di trasporto e di accumulo: questo porterebbe non ad un'economia priva di contante ma ad un'economia con una minore circolazione di contante.

Attuare questo tipo di politiche non è sempre facile per la difficoltà di valutare le effettive conseguenze sul sistema economico. Ognuno di questi strumenti ha, d'altro canto, aspetti

²³ Rogoff nomina la capacità del contante di mantenere la privacy, assicurare una fonte di sicurezza nel caso di regolazioni, essere una forma di pagamento di sicurezza nel caso di assenza di internet o di elettricità.

²⁴ Goodfriend M. (2000) Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Balancing the Risks, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, No. 4, Part 2: Monetary Policy in a Low-Inflation Environment (Nov., 2000), p. 1007-1018 (Imposing a carry tax on money).

positivi e negativi. È per questo che sembra utile ribadire che il miglior modo per combattere la deflazione è prevenirla. Nonostante tutto, se si dovesse incorrere in una situazione di deflazione, la banca centrale può mettere in atto diverse strategie per iniettare liquidità nel sistema e sostenere la domanda aggregata.

2.5 Il caso del Giappone

Per continuare l'analisi sulla deflazione appare particolarmente utile affrontare il caso del Giappone che, all'inizio degli anni '90, è entrato in una spirale deflattiva senza precedenti. Si tratta di una situazione eclatante poiché la deflazione ha afflitto il paese per quasi un ventennio, nonostante le numerose iniziative messe in atto dalla Banca del Giappone.

L'effetto scatenante è stato il crollo del mercato azionario verificatosi verso la fine del 1989 e l'inizio del 1990, a seguito di una crescita incontrollata negli anni precedenti. Infatti, nella seconda metà degli anni '80, in Giappone, si era verificata una bolla azionaria che aveva spinto gli investitori ad acquistare freneticamente titoli basandosi sulla fiducia che i prezzi avrebbero continuato a crescere.

L'aumento sconsiderato dei prezzi aveva contagiato anche il mercato degli immobili e delle proprietà terriere, ed è stato proprio lo scoppio della bolla immobiliare, a distanza di qualche anno da crisi azionaria, a scatenare la depressione. Questo a dimostrazione di come l'economia giapponese non dipenda poi tanto dal mercato azionario anche perché le imprese nazionali fanno maggiore affidamento sui prestiti delle banche.

L'andamento della crisi è evidente se si osserva l'andamento del PIL del Giappone.



Figura 6: Tasso di crescita del GDP (fonte: worldbank.org)

Analizzando il periodo di depressione, sia chiaro che questo è caratterizzato da periodi di crisi più intensa e picchi di ripresa.

Un momento di risalita è quello del 1995-1996 in cui, pensando che la fase di depressione dopo lo scoppio della bolla fosse ormai conclusa, il governo giapponese decise di aumentare le tasse per rientrare della forte spesa degli anni precedenti. Ma il recupero non era sufficientemente forte e strutturato e le conseguenze furono devastanti tanto da far cadere il paese in una spirale deflazionistica ancora più intensa.

All'inizio degli anni 2000 ci fu un altro segnale di ripresa e di crescita grazie alla politica dei tassi nulli. Nonostante tutto, però, la politica non fu abbastanza duratura da portare ad una soluzione definitiva e, a seguito di un rialzo dei tassi, l'economia ebbe un altro periodo di crollo.

Dal 2004 iniziarono dei nuovi segni di ripresa, più stabili, ma con l'arrivo della crisi finanziaria globale la crisi si manifestò nuovamente. Questo è chiaro osservando il crollo del 2007-2008 che ha portato il PIL giapponese a livelli negativi mai raggiunti. Con l'introduzione di nuove politiche espansive, monetarie e fiscali, e poi con il nuovo

programma di crescita, che prese il nome di Abenomics, si tentò di uscire dalla nuova depressione.

Un altro elemento che è utile analizzare è l'andamento del tasso di inflazione.

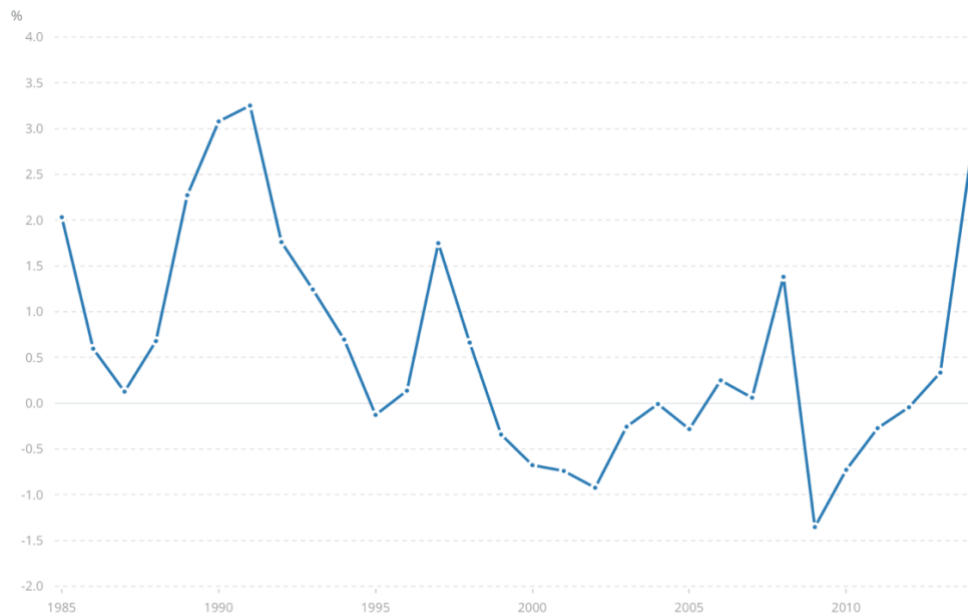


Figura 7: Andamento del tasso di inflazione (fonte: *worldbank.org*)

Dal grafico si evince come anche l'inflazione riporti la presenza di una bolla finanziaria raggiungendo livelli del 3/3,5% all'inizio degli anni '90 per poi cadere a livelli prossimi allo zero o negativi.

La rapida discesa che si è verificata a partire dal 1991 è una perfetta rappresentazione di una spirale deflazionistica che si autoalimenta.

Nel 1997 la situazione si stava, effettivamente, riprendendo, ma l'aumento della tassazione, come abbiamo visto, ha riportato l'inflazione a livelli inferiori a zero.

Invece nel 2000, nonostante il PIL fosse in crescita, l'andamento dell'inflazione rimase ai suoi valori minimi.

Si tratta di un chiaro esempio di come la politica monetaria sia inefficace in una situazione di trappola della liquidità come quella del Giappone.

La deflazione sembrerebbe sconfitta a partire dal 2005 ma, dopo la crisi del 2008, ci fu un nuovo crollo del valore dell'inflazione come si evince dall'andamento discendente del tasso a partire dal 2007.

A partire dal 2010, si torna ad osservare una forte crescita per effetto del sostanziale intervento della politica monetaria, che aveva come obiettivo specifico il ritorno ad un tasso di inflazione stabile al 2%.

Inoltre, a partire dagli anni '90, la crisi ebbe un grande effetto anche sul tasso di disoccupazione che iniziò a crescere fino a superare il 5%.

Tutto ciò fa capire ancor di più la gravità della crisi se si considera che il Giappone ha sempre avuto tassi di occupazione molto elevati per gli standard dell'occidente.

Per quanto riguarda l'andamento del tasso di cambio, negli anni '70 il trend fu di un apprezzamento dello yen rispetto al dollaro. In particolare, durante la bolla azionaria, nonostante la forte crescita lo yen è sceso di valore rispetto alla valuta statunitense. Dal 1995 lo yen ha attraversato una fase di apprezzamento che, secondo alcuni studiosi, ha contribuito ad aggravare la crisi deflazionistica.

Come insegna la teoria keynesiana, la strategia efficace per uscire dalla deflazione è stimolare la politica fiscale.

L'autorità del Giappone ha cercato di sfruttare questa leva al massimo, come si evince dall'importante aumento del debito pubblico durante tutta la crisi. Come è stato già accennato però, nel 1997, ci fu la decisione di alzare nuovamente le imposte fiscali ritenendo che la depressione fosse passata, questo vanificò gli sforzi fatti fino a quel momento. Seppure con delle difficoltà, la politica fiscale ebbe comunque un effetto positivo innegabile. Considerando la tematica di questo lavoro però, si porrà

un'attenzione maggiore alla politica monetaria che si è rivelata particolarmente innovativa.

2.5.1 Politica monetaria durante la crisi degli anni '90

La Banca del Giappone divenne un'istituzione indipendente solo nel 1998 e nel suo statuto sono richiamati due pilastri fondamentali: (i) la stabilità dei prezzi, in modo da contribuire allo sviluppo dell'economia del paese e (ii) il mantenimento della stabilità del sistema finanziario. La BOJ, fin da prima, ha sempre avuto una forte attenzione nel combattere l'inflazione e negli anni '80 aveva fatto arrivare i tassi di interesse fino al 9% per contrastare l'iperinflazione della crisi degli shock petroliferi.

Dopo una diminuzione decisa dei tassi in corrispondenza della costituzione della bolla azionaria, la BOJ si rese conto della sopravvalutazione dei titoli azionari e iniziò un progressivo aumento dei tassi di interesse.

La restrizione monetaria aumentò fino allo scoppio della bolla immobiliare. Con lo scoppio della depressione, ci fu un taglio dei tassi sempre maggiore fino ad arrivare, nel 1995, allo *zero lower bound* con tassi inferiori all'1%. È in questo periodo che, infatti, si riscontra un principio di ripresa che però venne, poi, bloccata dalla restrizione fiscale e dai fallimenti bancari.

Per cercare di riprendere l'economia dopo questo ennesimo tracollo, la Banca del Giappone portò il tasso di riferimento pari a zero. Per la prima volta nella storia di una banca centrale si inaugura la *Zero Interest Rate Policy* (ZIRP) per tentare di uscire definitivamente dalla spirale deflazionistica.

In questo modo, però, l'offerta di moneta diventa completamente neutrale in quanto si rendono uguali il rendimento dei titoli a breve termine e quello della moneta liquida. Nella condizione di ZLB, il canale di trasmissione della politica monetaria è quasi completamente fermo.

L'altra iniziativa fondamentale della BOJ fu quella di cercare di influenzare le aspettative sull'inflazione futura.

È per questo che la banca centrale fece una serie di comunicazioni per assicurare che i tassi sarebbero rimasti pari a zero fino alla fine del periodo di deflazione. L'obiettivo era quello di rendere credibile l'impegno della banca per far crescere le aspettative sull'inflazione futura e di ridurre il tasso reale percepito sugli investimenti.

La politica si rivelò efficace perché, come si è visto, nel 2000 l'economia ricominciò a crescere. Nonostante tutto, per paura di un eccessivo innalzamento futuro dell'inflazione fu deciso di interrompere la politica ZIRP e di alzare i tassi dello 0,25%.

Poco dopo il cambio di rotta, l'economia giapponese ripiombò in una recessione.

Per superare la nuova ricaduta, la BOJ riprese la politica dello ZIRP e vi affiancò la politica del *Quantitative Easing*.

Quest'ultimo consiste in interventi di acquisto consistente di titoli di stato a lungo termine. L'attivo della banca centrale si espone, quindi, al rischio di incorrere in gravi perdite se i tassi di interesse dovessero aumentare.

Questa apertura della banca centrale rende molto più credibile il suo impegno a perseguire lo ZIRP.

La congiunzione di queste politiche monetarie non convenzionali riuscì presto a far uscire l'economia giapponese dal buco nero e, a partire dal 2004, a generare una ripresa sostenuta, dopo quasi quindici anni di deflazione.

2.5.2 La politica monetaria dell'*Abenomics*

Il Giappone, come la maggior parte delle economie sviluppate, risentì molto della crisi finanziaria che seguì il fallimento di Lehman Brothers.

Nonostante i grandi passi avanti che erano stati fatti nelle strategie di politica monetaria intraprese dalla BOJ, i mercati giapponesi non erano sufficientemente stabili per poter reggere il colpo.

Per affrontare la crisi, nel 2008 la Banca del Giappone abbassò il tasso di riferimento fino allo 0,1% e cominciò a rilasciare prestiti a tre mesi alle banche, per un ammontare di 10 mila miliardi di yen, con il fine di far crescere i tassi di interesse a lungo termine. Anche queste misure, tuttavia, furono insufficienti, e di misura molto inferiore, rispetto a quelle fatte all'inizio del secolo. Nel 2010 la BOJ mise in atto una politica espansiva che comprendeva: un abbassamento del tasso di riferimento fino allo 0,05%, l'intenzione di tenere il tasso di riferimento vicino allo zero finché non si fosse raggiunta la stabilità dei prezzi, e un programma per acquisire titoli finanziari su larga scala per ridurre il tasso a lungo termine.

Nel 2012 si assistette ad una nuova depressione con un debito pubblico che aveva raggiunto il 200%. In questo scenario si instaura il piano politico di Abe, primo ministro nel 2012, che prese il nome di *Abenomics*. Il piano consisteva in tre punti principali: una politica monetaria espansiva, maggiori stimoli fiscali, e riforma strutturali per accrescere la competitività.

La BOJ fu incaricata di incrementare le operazioni di mercato aperto con il chiaro obiettivo di raggiungere un tasso di inflazione stabile al 3%. Vennero introdotte le politiche del *Quantitative* e *Qualitative Easing* per ottenere la stabilità dei prezzi entro i due anni successivi.

Un effetto molto importante di queste manovre fu quello di riuscire a modificare drasticamente le aspettative dei mercati e degli agenti, aumentando le aspettative sull'inflazione. Il tasso di inflazione ebbe, effettivamente, una rapida crescita e, nel 2014, raggiunse l'1,6%.

Per quanto riguarda la politica fiscale, Abe mise in atto ingenti spese per il recupero economico principalmente di infrastrutture. E infine, le riforme strutturali riguardarono soprattutto il settore industriale, cercando di creare nuovi mercati e di farli crescere globalmente.

Capitolo 3: L'INFLAZIONE

Negli ultimi vent'anni, abbiamo assistito a grandi cambiamenti; prima di tutto l'arrivo dell'euro, ma anche un generale aumento dei prezzi al consumo.

Rispetto al 2001, un caffè al bar costa 2,5 volte di più. Si è passati da un costo medio di 0,50 centesimi ad 1,04 euro nel 2020. Un altro esempio è il costo di una pizza e una bevanda, che è aumentato del 75%. Nel 2001 si spendevano circa 5,50 euro in media, nel 2020 la media era di 9,66 euro.

Il fenomeno dell'aumento generalizzato dei prezzi è noto come inflazione.

Il tasso di inflazione è la variazione percentuale del livello dei prezzi nell'unità di tempo e può variare da un paese all'altro. In Italia, dal 2001, i prezzi sono aumentati di circa il 34,4%.

Come è già stato accennato, l'inflazione, se tenuta sotto controllo, ha degli effetti positivi e spinge la crescita economica. Infatti, ormai, è prassi per le banche centrali avere un obiettivo di inflazione che si muove intorno al 2%. Se, però, l'inflazione cresce senza controllo si può arrivare a situazioni di iperinflazione, in cui l'inflazione raggiunge livelli straordinariamente elevati. Un esempio è quello della Germania alla fine della prima guerra mondiale, quando i prezzi aumentavano, in media, del 500% al mese. Episodi simili, più recenti, si sono verificati nei paesi dell'Europa orientale dopo il crollo dell'Unione sovietica. In Ucraina, nel 1993, l'inflazione ha superato il 10.000% all'anno.

Nell'analizzare la teoria quantitativa della moneta si è visto come la variazione dell'offerta di moneta porti ad una variazione del livello dei prezzi e, quindi, del tasso di inflazione. La banca centrale, controllando l'offerta di moneta, ha il pieno controllo dell'inflazione. L'inflazione ha numerosi effetti sul sistema economico.

In questo capitolo si esamineranno le cause principali dell'inflazione, i suoi benefici e i suoi rischi. Infine, si vedrà, in modo più specifico, la condizione di elevata inflazione che

l'Europa sta attraversando, con particolare attenzione alle strategie di politica monetaria messe in atto dalla BCE per arrestarla.

3. 1 Cos'è l'inflazione e come si misura

Si parla di inflazione quando si verifica un aumento generalizzato dei prezzi che faccia riferimento ad un numero ampio di beni e per un periodo prolungato di tempo. Si tratta di uno degli indicatori economici chiave poiché è al centro dell'attenzione di consumatori, investitori e aziende. È anche uno degli indicatori più importanti, che meglio definiscono la salute dell'economia del paese. Questo valuta quanto il livello dei prezzi influisce sul potere d'acquisto delle famiglie che tende a diminuire se gli stipendi restano invariati. Si tratta di un elemento a cui le banche centrali riservano una speciale attenzione quando si tratta di manovre di politica monetaria.

Un aumento del costo della vita e una riduzione del potere d'acquisto delle famiglie implica una contrazione dei consumi, un abbassamento della domanda aggregata e, di conseguenza, nel medio periodo, conduce ad una recessione.

Se l'inflazione ha una crescita contenuta e controllata ha un effetto positivo, essa non è un male in sé.

Nel caso in cui si superi l'obiettivo del 2%, i valori troppo alti possono spaventare le famiglie che sarebbero incentivate a ridurre i consumi, aspettando che i prezzi si abbassino ad un livello più sostenibile.

Le aspettative degli individui sui prezzi risultano fondamentali, in quanto sono parte determinante della scelta dei consumi attuali. Mantenendo un target del 2%, l'innalzamento dei prezzi è abbastanza basso da non creare difficoltà per famiglie e imprese ma abbastanza alto da non incorrere nella deflazione. Come si è visto nel capitolo precedente, la riduzione eccessiva dei prezzi può innescare una spirale deflazionistica ed un impatto molto negativo sull'economia.

Per avere una visione più diretta dell'andamento del fenomeno inflazionistico, nel lungo periodo, si fa riferimento al tasso di inflazione, ovvero la variazione percentuale rispetto al livello di inflazione dell'anno precedente. Per osservare il cambiamento più nel breve periodo si calcola il tasso di inflazione rispetto al mese precedente.

L'inflazione è calcolata sulla base di un paniere di beni definito dall'Istat.

I beni inclusi nel paniere sono considerati quelli più rappresentativi dei consumi delle famiglie. Ogni anno il paniere viene controllato e modificato, se necessario.

Normalmente, nel misurare l'inflazione si fa riferimento a:

1. Indice dei prezzi alla produzione (IPP)
2. Deflatore del PIL
3. Indice dei prezzi al consumo

L'IPP misura la variazione media nel tempo dei prezzi al primo stadio di commercializzazione, rivela gli andamenti nei mercati all'ingrosso, delle industrie manifatturiere e delle materie prime. In particolare, è possibile dividere questo indice in tre elementi statistici differenti. Il primo è l'indice sulle materie prime, che descrive la variazione media dei prezzi delle materie prime rispetto al mese precedente. Il secondo rappresenta le merci nel loro stadio intermedio, che sono vendute ad altri fabbricanti per creare il prodotto finito. L'ultimo indice rappresenta, invece, la fase finale di produzione. L'IPP viene calcolato al netto dell'IVA e non considera i beni importati.

Il deflatore del PIL si calcola dividendo il PIL nominale e il PIL reale di uno stesso anno. Si tratta di un indice dei prezzi che, essendo rapportato al PIL nominale, permette di ottenere un risultato depurato dalle variazioni di prezzo, il PIL reale. Poiché è calcolato sulla base del PIL, l'indice fa riferimento ad un paniere ampissimo, con una maggiore copertura rispetto agli altri indici. Lo svantaggio è che, per ovvi motivi, considera spese che non sono oggetto di consumo e quindi non offre una misura perfetta dell'effettivo costo della vita.

Infine, l'indice dei prezzi al consumo è la media dei prezzi di un paniere di beni e servizi che ha come riferimento le abitudini di acquisto di un consumatore medio. L'IPC tiene conto delle importazioni, consumate dalle famiglie residenti nel paese, ma esclude le esportazioni. L'Istat produce tre indici dei prezzi al consumo: uno per l'intera collettività nazionale (NIC), uno per le famiglie di impiegati ed operai (FOI) e l'indice armonizzato europeo (IPCA).

Il primo considera, nello stesso insieme, tutto il sistema economico, come fosse un unico nucleo familiare, molto differenziato al suo interno.

Il FOI si basa sullo stesso paniere dell'indice precedente, però, fa riferimento alle famiglie con lavoratori dipendenti, viene utilizzato per l'adeguamento dei valori monetari, per esempio, degli affitti.

Come ultimo vi è l'IPCA, che viene utilizzato nell'Eurozona per assicurare la comparabilità dei dati rilevati e, appunto, si dice armonizzato poiché è basato sullo stesso paniere di beni nei vari paesi ed utilizza la stessa metodologia di calcolo. È l'indicatore che aiuta a verificare la convergenza delle economie dell'Unione monetaria e assicurare l'accesso e la permanenza in quest'ultima. Nella sua composizione cerca di rispettare le differenze di consumo nelle varie zone dell'area euro in modo da essere complessivamente ben rappresentativo.

I tre indici, pur facendo riferimento alla stessa rilevazione e alla stessa forma di calcolo hanno tra di loro affinità e differenze importanti. Nel NIC e nel FOI si ha come base sottostante lo stesso paniere, ma viene attribuito un peso differente ad ogni bene in base all'importanza che questo ha nella classe sociale di riferimento. La popolazione presa in considerazione è la stessa per il NIC e per l'IPCA, ma, i due indici, differiscono per il paniere a cui si riferiscono. Un'ultima differenza riguarda il prezzo che i tre indicatori considerano. I primi due tengono conto del prezzo pieno di vendita, mentre l'IPCA prende il prezzo che è effettivamente pagato dall'acquirente, considerando anche gli abbassamenti temporanei dei prezzi, come i saldi o le promozioni.

3.1.1 L'inflazione reale e l'inflazione percepita

Sebbene i diversi metodi di misurazione dell'inflazione cerchino di essere più possibile diversificati e fedeli alle abitudini di spesa delle famiglie, si riscontra, spesso, una divaricazione tra l'inflazione reale e quella percepita dalla popolazione.

Questa distanza cresce sostanzialmente nei casi di forte incertezza o di cambiamenti, ne è un chiaro esempio l'introduzione dell'Euro.

È interessante osservare come, prima dell'introduzione della nuova moneta, l'indicatore delle percezioni fosse, essenzialmente, allineato al tasso misurato. Dopo l'introduzione dell'euro la divaricazione inizia a crescere in modo esponenziale.

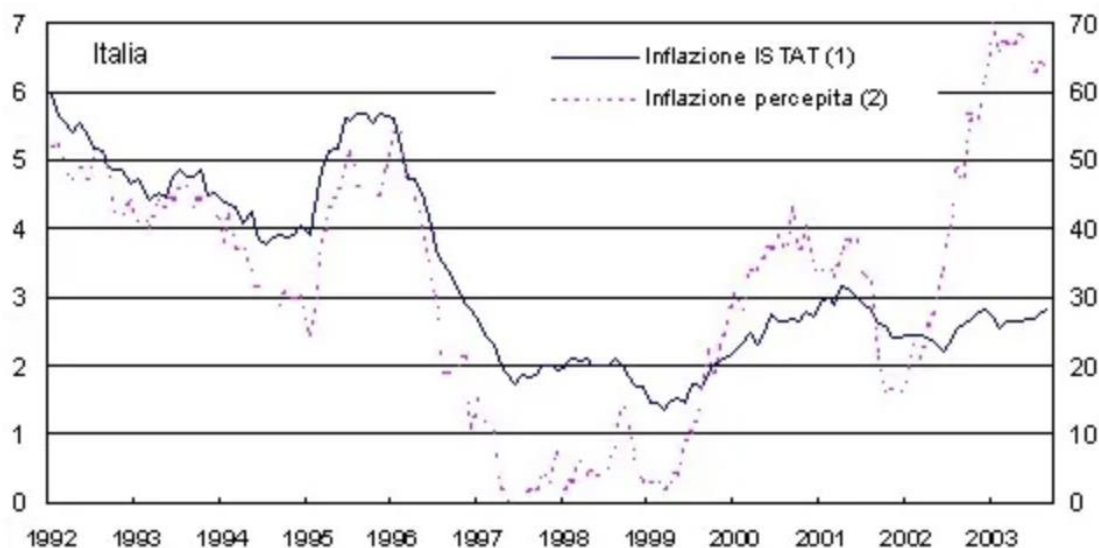


Figura 8: Inflazione effettiva e percepita (fonte: Istat)

La spiegazione del perché questo fenomeno si sia verificato non è perfettamente chiara ma è possibile individuare alcuni problemi principali.

Generalmente, tendiamo a ricordare di più i periodi di prezzi più alti rispetto a quelli con ribassi e a considerarli con maggiore attenzione. In più, facciamo più attenzione ai prezzi di quei beni che acquistiamo più spesso e in contanti, mentre facciamo meno caso ai pagamenti meno frequenti e fatti con carta di credito o di debito.

Se, quindi, i primi hanno dei rincari maggiori rispetto ai secondi, la percezione dell'inflazione può essere falsata.

Il tasso di inflazione viene calcolato facendo una media di tutte le variazioni dei prezzi, sia in positivo che in negativo.

Se noi tendiamo a notare solamente i prezzi in rialzo, risulterà che l'inflazione percepita è più alta. Questo si collega al fatto che le abitudini di consumo specifiche di un individuo influiscono sul suo tasso di inflazione, definito "personale".

Gli indici di misurazione analizzati si riferiscono a classi di consumatori di larga scala ma, in realtà, ognuno ha un tasso di inflazione diverso: quanto più il profilo di spesa del singolo si distingue da quello della comunità considerata, maggiore sarà la sua diversa percezione dell'inflazione.

Inoltre, il tasso di inflazione riflette le differenze dei prezzi dell'anno corrente e di quello precedente, diversamente però, la nostra memoria può fare riferimento ad un passato più remoto. In un periodo di tempo più lungo, l'inflazione, anche se si mantiene al livello desiderato e controllato, tende ad aumentare considerevolmente.

Capire se è presente un disallineamento tra inflazione misurata e percepita e, se sì, saperlo quantificare, diventa molto importante nell'analisi del ciclo economico.

L'inflazione percepita è un fattore rilevante nelle scelte di consumo del singolo, da questa può dipendere la sua scelta di lavorare di più o di meno, di consumare di più o di meno. Tutto ciò può avere un effetto sulle fluttuazioni dell'offerta di lavoro o della domanda aggregata di beni di consumo.

3.2 Le cause dell'inflazione

In linea generale, i prezzi crescono quando l'aumento della domanda di un bene supera la quantità offerta.

Quindi, l'aumento della domanda da parte dei cittadini può portare all'aumento dell'inflazione. In questo caso, si parla di inflazione da domanda.

L'inflazione deriva dall'aumento dell'offerta di moneta, l'eccedenza di moneta in circolazione fa crescere la domanda di beni fino a rendere l'offerta insufficiente. Il divario che si viene a creare fa salire i prezzi, con un complessivo rincaro del costo della vita.

Quella appena descritta è la dinamica che si verifica in una situazione di piena occupazione.

Al contrario, se il mercato non si trova ancora in piena occupazione, quando la domanda supera l'offerta le imprese assumeranno nuovi lavoratori alzando rispettivamente il livello dei salari e dei prezzi. Questo genera un aumento del reddito delle famiglie e un conseguente crescita economica. L'inflazione dovuta alla domanda è un concetto di natura classica, che nel lungo periodo si risolve attraverso il naturale funzionamento dei mercati e alla loro capacità di trovare un equilibrio attraverso le variazioni di prezzo.

L'inflazione, quindi, nel lungo termine, non esisterebbe.

Il problema si potrebbe creare nel caso in cui venisse immessa nel sistema una quantità troppo alta di moneta a causa di politiche troppo espansive. In questo caso si rischia di stimolare esageratamente la crescita dell'inflazione.

Al contrario, i neoclassici richiedono l'intervento attivo della politica monetaria che permette di superare le imperfezioni e le asimmetrie dei mercati.

Anche i Keynesiani ritengono che l'eccesso di domanda sia una causa dell'inflazione ma, per interrompere la tendenza, richiedono un intervento di politica economica che riduca la domanda e i consumi.

Un'altra causa dell'inflazione è, invece, l'aumento dei costi di produzione delle merci, ad esempio, un aumento del costo delle materie prime o dei salari. In questo caso, si parla di inflazione da offerta. Infatti, se il costo di fabbricazione del bene sale, cresce anche il suo prezzo di mercato.

L'inflazione da offerta non si verifica, però, in tutti i regimi di mercato in cui le imprese operano. In regime di concorrenza perfetta, per esempio, le imprese sono *price-taker* e non hanno alcun potere di influenzare il prezzo di mercato. Se un'impresa che opera in un regime di concorrenza perfetta decidesse di aumentare il prezzo di mercato del bene, gli acquirenti opterebbero immediatamente per lo stesso bene prodotto da un'impresa *competitor* ad un prezzo più basso. Nei casi di monopolio e oligopolio, invece, le imprese sono in grado di influenzare il prezzo di mercato.

Un aumento dell'inflazione può anche essere causato da altri fattori tra cui: la sfiducia verso una certa moneta, una variazione delle aspettative degli investitori e la riduzione dell'acquisto di titoli da parte della banca centrale.

3.3 I costi dell'inflazione

Abbiamo osservato come l'impatto dell'inflazione sia notevole sull'economia, questa, infatti, comporta specifici costi e importanti conseguenze.

L'inflazione provoca una distorsione sulla quantità di moneta detenuta dagli individui, poiché i tassi nominali più alti generano un abbassamento dei saldi monetari reali.

Un primo costo che scaturisce da questa condizione è il costo delle soles.

Il costo delle soles fa riferimento al fatto che gli individui, detenendo mediamente meno moneta, si dovranno recare in banca più di frequente, consumando le soles delle loro scarpe. Infatti, ognuno cercherà di detenere circolante il meno possibile preferendo avere il denaro in depositi indicizzati che proteggono la moneta dall'inflazione. Ogni operazione che ha come fine quello di convertire attività illiquide in attività più liquide fa sì che si verifichi il costo delle soles.

Un secondo costo dell'inflazione deriva dalla necessità delle imprese di cambiare frequentemente il listino dei prezzi dei prodotti.

La modifica dei prezzi ha, anche in situazioni normali, costi come, la stampa, la comunicazione e la distribuzione delle nuove liste.

Quando questa pratica diventa estremamente frequente, a causa dell'imprevedibile inflazione, la rilevanza di questi costi, denominati costi di listino, diventa sempre maggiore.

Un altro problema è quello della distorsione dei prezzi relativi. In caso di elevata inflazione, non tutti i prezzi si modificano nello stesso modo o nello stesso momento, questo crea un sistema non perfettamente indicizzato e ad una variazione distorta dei prezzi di beni diversi. Il fenomeno colpisce particolarmente i consumatori e le loro scelte di spesa, si crea inefficienza microeconomica e un'allocazione inadeguata delle risorse.

Un'altra forma di distorsione è quella del sistema fiscale che non è indicizzato all'inflazione. Il carico fiscale aumenta quando l'inflazione fa crescere il reddito nominale delle persone anche se il loro reddito reale resta invariato. Di nuovo, il risultato è un'inefficienza microeconomica.

Vi sono dei problemi che colpiscono l'economia in particolare in caso di inflazione inattesa.

Uno dei costi più considerevoli è la redistribuzione arbitraria della ricchezza nella popolazione.

Questo colpisce particolarmente i prestiti e il rapporto tra debitore e creditore: se nel periodo di durata del prestito il valore della moneta diminuisce, il debitore dovrà restituire una somma che ha lo stesso valore nominale di quella ricevuta ma ha un potere di acquisto minore. I debitori sono notevolmente avvantaggiati rispetto ai creditori. Questi ultimi, tuttavia, in situazioni di elevata inflazione, possono tutelarsi indicizzando i prestiti all'inflazione.

Infine vi è la disincentivazione a fare investimenti. In una situazione di inflazione inattesa, i prezzi diventano più imprevedibili, fare scelte economiche diventa più difficile e rischioso.

In generale si verifica, quindi, una complessiva inefficienza allocativa a causa delle diverse variazioni di prezzo dei beni, che non vengono adeguati simultaneamente.

Per gli operatori diventa difficile fare aspettative adeguate sui tassi futuri di inflazione, la difficoltà riguarda, in particolare, investimenti e pianificazioni di lungo periodo.

Con l'aumento del tasso di inflazione si verifica anche una maggiore variabilità di questa, il che contribuisce ad accrescere l'incertezza del sistema.

La situazione ha effetti negativi sulla distribuzione del reddito, sui risparmi, sulla produzione e anche sul debito pubblico.

A risentire maggiormente degli effetti sul reddito sono coloro che ricevono stipendi fissi, ad esempio lavoratori dipendenti o pensionati.

Coloro che hanno un reddito variabile, invece, possono adattarlo alle variazioni di prezzo causate dall'inflazione per fare fronte al diverso potere d'acquisto della moneta.

L'effetto sui risparmi è una diminuzione di questi. Poiché le famiglie si aspettano un continuo aumento dei prezzi, compreranno anche ciò di cui potrebbero avere bisogno successivamente riducendo i risparmi, maggiormente colpiti da perdite di valore.

L'inflazione attacca sia quelli che detengono i loro risparmi sotto forma di liquidità, sia chi investe in titoli. Come si è visto, infatti, i creditori sono maggiormente colpiti da un alto tasso di inflazione.

Gli effetti dell'inflazione sulla produzione sono ambivalenti.

Da un lato vi sono delle conseguenze positive: gli imprenditori possono vendere i prodotti a prezzi più alti avendo acquistato le materie prime a prezzi inferiori, ottengono

la cosiddetta, rendita di inflazione. Inoltre anche le riserve in magazzino possono essere rivendute ad un prezzo più alto di quello di acquisto.

Questi benefici, però, si esauriscono nel lungo periodo. L'inflazione, infatti, impatta negativamente sugli investimenti, scoraggia il risparmio e fa crescere i tassi di interesse, rendendo più oneroso per l'impresa ripagare i debiti.

Infine, vi sono risultati negativi anche sul debito pubblico. L'aumento generale dei prezzi fa crescere la spesa pubblica e inoltre, i tassi di interesse salgono rendendo più costoso ripagare il debito già maturato.

3.4 L'iperinflazione

Il fenomeno iperinflazionistico si definisce a partire dal mese in cui il tasso di inflazione mensile supera il 50% e termina quando il tasso di inflazione mensile scende al di sotto del 50% e rimane tale per almeno un anno²⁵.

Questo si genera, solitamente, quando l'aumento dell'offerta di moneta diventa esagerato e fuori misura, spesso stampando grandi quantità di nuova moneta.

Con un tasso di inflazione così alta le banconote perdono completamente il loro valore diventando carta straccia.

La maggior parte dei fenomeni iperinflazionistici si genera quando lo Stato non è più in grado di sostenere la spesa pubblica con nuove entrate. Anche le operazioni di mercato aperto, cercando di aumentare il debito pubblico, potrebbero non essere sufficienti perché nessuno è più disposto a finanziare lo Stato. L'unica possibilità diventa, quindi, quella di stampare moneta.

²⁵ Cagan, P. (1956) The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In: Friedman, M., Ed., Studies in the Quantity Theory of Money, The University of Chicago Press, Chicago, 25-117.

Quando l'iperinflazione è iniziata, il carico fiscale peggiora ulteriormente, le entrate fiscali diminuiscono e il disavanzo di bilancio peggiora.

È eclatante il caso della Germania dopo la sconfitta nella prima guerra mondiale quando, per ripagare l'esorbitante debito di guerra, iniziò a stampare moneta.

In quegli anni, la perdita di valore del marco rispetto al dollaro divenne irrefrenabile: nel 1914 un dollaro valeva circa 4,2 marchi, nel 1918, al momento dell'armistizio, il valore era raddoppiato a 8,91 per un dollaro.

La svalutazione del marco peggiorò sempre di più negli anni successivi, fino al novembre 1923 quando un dollaro valeva 4.200.000.000.000 marchi. Vi sono stati numerosi altri casi di iperinflazione, il più recente è quello dello Zimbabwe nel 2008 in cui il tasso di inflazione annuo raggiunse il 1010%.

I costi e gli effetti diventano esponenzialmente più gravi in caso di iperinflazione, ovvero una fase di inflazione acuta. Fenomeni estremi di inflazione comportano un costo drammaticamente elevato.

Da un punto di vista qualitativo, gli effetti sono quelli già analizzati; ma quando l'inflazione raggiunge i livelli dell'iperinflazione, diventano più evidenti e onerosi. Le aziende dovranno impiegare molta più attenzione alla gestione della cassa, i costi di listino diventano molto più elevati, invece che a migliorare la produzione e l'investimento.

In generale, l'efficienza economica ne risente notevolmente.

L'altissima volatilità dei prezzi e la loro rapida crescita alterano anche i comportamenti individuali e a risentirne è anche il sistema fiscale, poiché il valore reale del gettito fiscale si riduce di giorno in giorno. Ne consegue una vertiginosa svalutazione delle entrate dello Stato.

La fine dell'iperinflazione, di solito, si ottiene grazie ad una riforma fiscale.

Il governo deve riuscire a trovare il consenso politico per ridurre la spesa pubblica ed aumentare le imposte. Solo in questo modo si riesce, piano piano, a ridurre l'offerta di moneta. Per quanto l'inflazione sia, assolutamente, un fenomeno monetario, la fine dell'iperinflazione si ottiene anche grazie all'intervento della politica fiscale²⁶.

3.5 Il caso dell'inflazione odierna

Dopo circa tre decenni in cui l'inflazione ha avuto un andamento decrescente sia nelle economie più avanzate che in quelle in via di sviluppo, l'inflazione è cresciuta improvvisamente, nel 2022, quasi ovunque. Questo periodo più recente è, anche, considerato unico per i due eventi che più hanno messo a rischio gli equilibri mondiali: la pandemia di Covid-19 e l'invasione Russa in Ucraina. È per questo motivo che sembra opportuno analizzare le dinamiche inflazionistiche di questi mesi per capire quali sono le migliori strategie di politica monetaria da intraprendere.

Lo scoppio della pandemia ha causato una forte recessione dovuta alla riduzione dell'offerta e ad un contestuale crollo della domanda aggregata. Alla fine del 2020 il PIL nell'eurozona era calato dell'11,8%. Le politiche espansive della BCE hanno sostenuto fortemente i settori in difficoltà, assicurando liquidità sui mercati, concedendo crediti attraverso l'acquisto di titoli. Questo ha permesso che la crisi reale non diventasse una crisi finanziaria. L'aiuto è arrivato anche a sostegno delle famiglie per evitare che la crisi si aggravasse ulteriormente. Nel 2021, l'inflazione ha, piano piano, cominciato a crescere in quasi tutti i paesi più sviluppati, fino ad aumentare del 4,9% nel quarto trimestre dello stesso anno.

²⁶ Thomas J. Sargent, "The End of Four Big Inflations", in *Inflation*, a cura di Robert Hall, Chicago, University of Chicago Press, 1983, pp. 41-98.

Come ha affermato Gita Gopinath nel suo discorso al fondo monetario internazionale di Agosto 2022, la crescita repentina dell'inflazione, dopo la crisi da Covid-19 è stata, assolutamente, sorprendente rispetto alla prospettiva dei quadri politici pre-crisi.

Gli elementi costitutivi dei quadri di riferimento delle politiche pre-crisi nelle economie avanzate includevano l'opinione ampiamente diffusa che la curva di Phillips fosse estremamente piatta, e che il tasso di interesse reale di equilibrio fosse diminuito significativamente a causa di fattori come, il calo demografico, la riduzione della crescita della produttività e la forte domanda di attività più sicure.

La piattezza della curva di Phillips era ampiamente corroborata dalle evidenze empiriche e rafforzata dall'esperienza dopo la crisi finanziaria globale del 2008, in cui, anche se molti paesi hanno raggiunto la disoccupazione minima dopo decenni, l'inflazione e le aspettative sull'inflazione a medio termine erano, sempre, rimaste al di sotto degli obiettivi²⁷.

La figura 9 evidenzia il comportamento insolito dell'inflazione nella ripresa post-pandemica basata sui dati trimestrali delle economie avanzate. I punti blu rappresentano l'inflazione media rispetto alla deviazione dell'output dal trend durante le passate recessioni risalenti al 1990, e come essi siano coerenti con una curva di Phillips molto piatta. Al contrario, la ripresa post-pandemica, a partire dal terzo trimestre del 2020, mostra un aumento significativo dell'inflazione anche mentre l'output rimane al di sotto del trend stimato pre-pandemia. Ciò suggerisce una curva di Phillips più ripida con una diminuzione dell'output potenziale.

²⁷ G. Gopinath - Prepared for the Jackson Hole Symposium. *How Will the Pandemic and War Shape Future Monetary Policy?* August 26, 2022. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/08/26/sp-gita-gopinath-remarks-at-the-jackson-hole-symposium>.

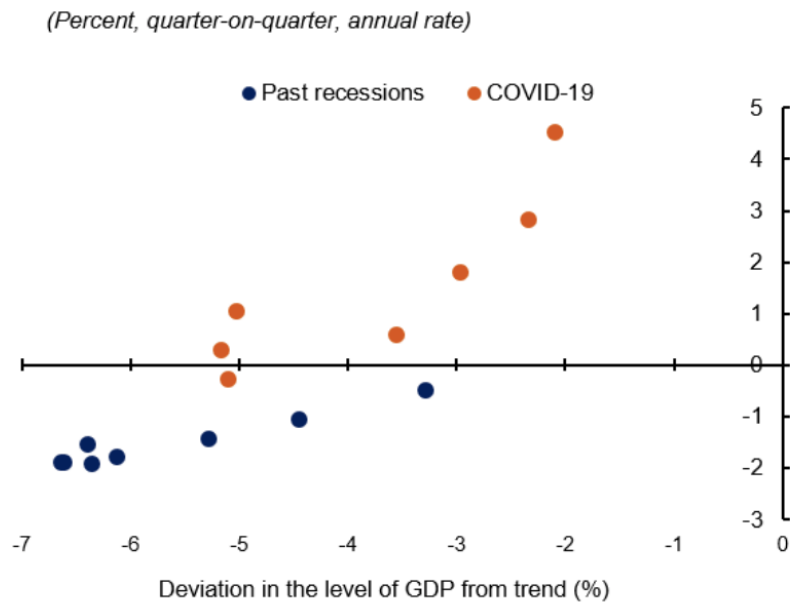


Figura 9: Curva di Phillips nel post Covid (Fonte: Gudmundsson and others (forthcoming), Haver Analytics, IMF staff estimates)

È interessante notare che gli errori di previsione si rivelano altamente correlati con i risultati del PIL in queste economie.

Ciò suggerisce che le pressioni della domanda potrebbero avere giocato un ruolo molto più fondamentale nella generazione dell'inflazione rispetto a quanto catturato dal peso ridotto del divario di disoccupazione nella curva di Phillips²⁸.

Questo repentino aumento è causato da diversi fattori.

Prima di tutto, considerando il periodo di crisi appena trascorso, molte imprese avevano ridotto la produzione e la loro offerta di beni. Per questo, quando è arrivata la forte ripresa, molte non erano pronte a sostenere l'aumento della domanda e si sono verificati problemi nell'approvvigionamento, più alti costi di trasporto, con un conseguente aumento dei prezzi di vendita. La rapida ripresa dalla crisi è stata agevolata da una aggressiva politica di stimoli monetari e fiscali che hanno avuto un ruolo fondamentale: il sostegno alla domanda aggregata dei governi e delle banche centrali ha fatto da

²⁸ G.Gopinath - Discorso Citato.

cuscinetto, riducendo notevolmente l'impatto della recessione, ma ha favorito la spinta inflazionistica, soprattutto rispetto alle difficoltà accusate dalle catene di approvvigionamento globali.

In secondo luogo, poiché durante la pandemia era difficile usufruire dei servizi, la domanda si è spostata molto verso i beni, in particolare i beni durevoli. Il forte spostamento della domanda ha fatto sì che i prezzi dei beni aumentassero molto, più di quelli dei servizi, favorendo la crescita dell'inflazione. Si ritiene che questo sia stato il fattore che ha maggiormente influito, almeno fino allo scoppio della guerra in Ucraina.

Un altro elemento fondamentale nella ripresa dell'inflazione è stato il rincaro dei prezzi delle materie prime e dell'energia.

In particolare, nel settore energetico, si è riscontrato un aumento delle quotazioni del petrolio e un netto incremento del prezzo del gas, in particolare in Europa.

In effetti, il balzo dell'inflazione deriva in larghissima parte dal rialzo dei prezzi alimentari e delle materie prime, come dimostra un focus dell'Ufficio Studi di BNL che pone enfasi al ruolo della componente energetica sulla dinamica inflattiva post-pandemica.

Secondo lo studio, tra dicembre 2019 e luglio 2022 l'indice globale dei prezzi delle principali materie prime energetiche calcolato dal Fondo Monetario Internazionale mostra un aumento del 69,8% per il petrolio, del 390,8% per il carbone e del 666,4% per il gas. L'Europa risulta particolarmente dipendente dal gas importato: nel 2020 la quota di consumi coperta dall'import arrivava all'84%, con il 40% coperto dalla Russia. Il primo paese per quota di gas importato dalla Russia è la Germania (65,2%), seguito dall'Italia (43,3%)²⁹.

A peggiorare la situazione generale è stata, infatti, la guerra tra la Russia e l'Ucraina.

²⁹ Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas *Focus* Economia e Banche, numero 19 del 20 settembre 2022.

Lo scoppio del conflitto ha intensificato la crescita dell'inflazione a causa di un ulteriore aumento dei prezzi delle materie prime, energetiche, alimentari e di alcuni metalli. Certo è che queste sono solo le cause principali dell'aumento dell'inflazione e che la comprensione dei fattori che guidano l'inflazione e dei canali attraverso cui opera rimane un lavoro in corso d'opera.

3.5.1 La politica monetaria della BCE

Se si analizza l'andamento dell'inflazione nell'Eurozona, è possibile osservare che un livello così alto di inflazione non si era mai visto negli ultimi vent'anni.

In Italia, il picco è stato raggiunto a novembre 2022 e registrava un aumento del 12,6% rispetto all'anno precedente. Se si considera solo l'andamento dell'inflazione nel settore dell'elettricità e del gas, la crescita a novembre 2022 aveva superato il 50% in più rispetto all'anno trascorso³⁰. Questo indica che il settore energetico contribuisce maggiormente a spingere l'inflazione verso l'alto, ma non è sicuramente l'unico. Infatti, l'aumento dei prezzi si è diffuso in tutti i mercati.

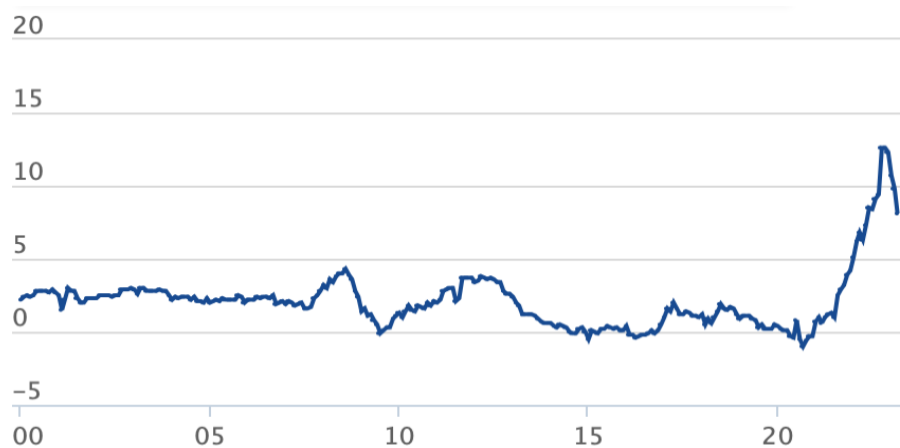


Figura 10: Andamento dell'inflazione in Italia (Fonte: euro area statistics)

³⁰ Dati presi dalle Statistiche dell'Area Euro.

Il 14 aprile 2022, il Consiglio Direttivo della BCE ha deciso di mettere fine agli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (APP³¹), limitando l'offerta di liquidità e ridimensionando il bilancio.

Si tratta di una conclusione progressiva che consiste in acquisti pari a 40 miliardi di euro ad aprile, 30 miliardi di euro a maggio e 20 miliardi di euro a giugno, fino al termine definitivo il 1° luglio.

Nella riunione, il Consiglio direttivo ha ritenuto che i dati pervenuti dopo l'ultima analisi hanno rafforzato l'aspettativa che gli acquisti netti nell'ambito del programma dovrebbero concludersi nel terzo trimestre.

Inoltre, il Consiglio Direttivo ha intenzione di continuare a reinvestire completamente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un periodo di tempo prolungato dopo l'aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE e, comunque, fino a quando sarà necessario mantenere condizioni favorevoli di liquidità e una politica monetaria più accomodante.

Tutto ciò è finalizzato a cercare di riportare l'inflazione al suo valore obiettivo, perseguendo il principio di mantenere la stabilità dei prezzi.

Una seconda politica messa in atto dalla BCE e annunciata dalla Presidente Lagarde è quella del graduale innalzamento dei tassi di interesse³².

La BCE ha abbandonato i tassi negativi che erano stati mantenuti per contrastare il lungo periodo di inflazione bassa e ha messo in atto un progressivo aumento. Il 21 luglio il Consiglio Direttivo ha deciso di alzare i tassi di interesse di 50 punti base. Da luglio in poi le decisioni di politica monetaria della BCE per il rialzo dei tassi di interesse di riferimento sono avvenute:

³¹ Asset Purchase Programme.

³² Comunicato Stampa BCE del 14 Aprile 2022.

- L'8 settembre 2022, con un aumento dei tassi di interesse di 75 punti base. Pertanto i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, su quelle marginali e sui depositi presso la Banca Centrale saranno innalzati rispettivamente a 1,25% , 1,50% e 0,75%³³.
- Il 27 ottobre 2022, con un aumento dei tassi di interesse di 75 punti base. Di conseguenza il saggio di riferimento sale al 2%, mentre quello sui depositi passa dallo 0,75% all'1,5%. Il consiglio ha deciso di modificare anche i tassi di interesse applicabili alle OMRLT-III³⁴, indicizzando il tasso di interesse alla media dei tassi di riferimento della BCE per ogni operazione in quel periodo. Il Consiglio ha affermato di essere pronto ad adeguare tutti gli strumenti a disposizione per assicurarsi che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2% a medio termine³⁵.
- Il 15 dicembre 2022, con l'innalzamento dei tassi di interesse di 50 punti base. Il saggio di riferimento è salito al 2,5% mentre quello sui depositi è passato dall'1,5% al 2%. Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del Programma di acquisto di attività (PPA) sino alla fine di Febbraio 2023³⁶.
- Il 2 febbraio 2023, con l'innalzamento dei tassi di interesse di 50 punti base. Pertanto i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, su quelle marginali e sui depositi presso la Banca Centrale saranno innalzati rispettivamente al 3% , 3,25% e 2,5%. Il Consiglio direttivo ha, inoltre, indicato che il ritmo con cui le consistenze dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del Programma di

³³ Comunicato Stampa, Decisioni di politica monetaria, BCE dell'8 settembre 2022. Disponibile sul sito: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/html/index.it.html>.

³⁴ la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

³⁵ Comunicato Stampa, Decisioni di politica monetaria, BCE del 27 ottobre 2022. Disponibile sul sito: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/html/index.it.html>.

³⁶ Comunicato Stampa, Decisioni di politica monetaria, BCE del 15 dicembre 2022. Disponibile sul sito: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/html/index.it.html>.

acquisto di attività (PAA) si stanno riducendo è pari in media a 15 miliardi di euro al mese sino alla fine di Giugno 2023 e poi determinato nel corso del tempo³⁷.

- Il 16 Marzo 2023, con l'aumento dei tre tassi di interesse di riferimento di 50 punti base. Pertanto i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, su quelle marginali e sui depositi presso la Banca Centrale saranno innalzati rispettivamente al 3,5% , 3,75% e 3%³⁸.
- Il 4 maggio 2023, con l'aumento dei tre tassi di interesse di riferimento di 25 punti base. A detta del Consiglio, infatti, le prospettive inflazionistiche continuano ad essere troppo alte da troppo tempo. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale saranno innalzati rispettivamente al 3,75%, al 4,00% e al 3,25%³⁹.

Le decisioni di politica monetaria stanno avendo i primi effetti.

A partire da gennaio 2023, il tasso di inflazione ha iniziato a diminuire gradualmente, passando dal 10,7% di gennaio all'8,1% di marzo, e l'inflazione attesa per il 2024 è del 2,4%.

Per quanto la situazione stia migliorando, il quadro generale rimane preoccupante. Infatti, l'inflazione resiste e questo giustifica la decisione della BCE di alzare ulteriormente i tassi di interesse di riferimento, come si evince dall'ultimo comunicato stampa che risale al 4 maggio 2023.

La domanda, però, è se questa sia effettivamente la politica più appropriata.

³⁷ Comunicato Stampa, Decisioni di politica monetaria, BCE del 2 febbraio 2023. Disponibile sul sito: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/html/index.it.html>.

³⁸ Comunicato Stampa, Decisioni di politica monetaria, BCE del 16 marzo 2023. Disponibile sul sito: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/html/index.it.html>.

³⁹ Comunicato Stampa, Decisioni di politica monetaria, BCE del 4 maggio 2023. Disponibile sul sito: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/html/index.it.html>.

L'innalzamento dei tassi di interesse riduce il distacco tra domanda e offerta, ma l'inflazione non è causata solamente da uno squilibrio tra domanda e offerta aggregata.

L'andamento dell'inflazione deriva dal gioco di diversi attori economici che spingono per variare la distribuzione del reddito a loro favore. Con il Covid e la guerra in Ucraina, i paesi esportatori di energia e materie prime hanno guadagnato maggiormente a scapito dei consumatori e dei bilanci degli Stati, perché l'aumento dei costi di produzione delle imprese ha portato ad un conseguente aumento dei prezzi. I lavoratori e le piccole imprese hanno, invece, sofferto e ridotto il loro reddito. Anche gli Stati hanno una posizione più critica avendo aumentato la loro spesa pubblica per cercare di allentare il peso dell'inflazione sulla popolazione meno abbiente. Il rialzo dei tassi di interesse e la forte restrizione monetaria possono avere effetti dannosi sul reddito dei più deboli. Gli effetti di una politica così limitativa sono diversi e non da sottovalutare.

Conclusione

Il lavoro svolto ha permesso un'analisi del ruolo della banca centrale ed il conseguente controllo dell'offerta di moneta nelle situazioni di deflazione ovvero di inflazione, verificando quali siano (e siano state) le politiche realizzate a fronte delle varie crisi monetarie degli ultimi anni.

Il primo elemento che emerge e su cui occorre fare una prima riflessione è che non esiste un a regola sempre valida per ogni situazione.

Invero, ogni crisi ha cause talmente diverse per origine e per contesto storico politico che non può esistere "la cura certa per la malattia". Il caso esaminato della deflazione del Giappone ne è stato un esempio eclatante.

Ciò che è emerso e che qui si vuole stigmatizzare è che solo l'insieme congiunto e l'utilizzo diverso di più politiche monetarie possono far fronte a periodi di maggiori tensioni deflazionistiche o inflazionistiche.

Ma probabilmente non è neanche sufficiente.

Ne sono la prova le politiche monetarie della BCE di questi ultimi anni volte a mantenere i tassi di inflazione a livelli utili per lo sviluppo e la crescita economica dei paesi dell'Unione che, tuttavia, di fronte a fenomeni di carattere straordinario quali la pandemia Covid 19 e il conflitto Russo Ucraino hanno dimostrato i loro limiti.

E probabilmente anche le iniziative poste in essere dalla BCE di costante e progressivo rialzo dei tassi di interesse, seppur indubbiamente efficaci sul piano teorico, potrebbero non essere sufficienti.

È di tutta evidenza, infatti, che se da una parte l'effetto dell'aumento del costo del denaro produce un abbassamento dei prezzi e, nel medio periodo, quindi, una riduzione dell'inflazione, è altresì vero che il maggior costo del denaro per famiglie e imprese può

determinare una contrazione dei consumi e, conseguentemente, un fenomeno a spirale di contrazione della crescita economica.

Seppur solo accennato in questo lavoro, sembra quindi che per contrastare i fenomeni di crisi monetaria la sola politica monetaria possa non essere sufficiente e debbano essere attivate adeguate politiche economiche e fiscali.

Volendo riprendere l'attuale crisi inflazionistica odierna, integrare le attuali politiche monetarie della BCE di rialzo dei tassi di interesse con delle altre politiche economiche (fiscali) potrebbe portare a risultati più efficaci in minore tempo.

Bibliografia

- BERNANKE, B. S., 2002. *Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here* [online]. Speech 530, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Disponibile su <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/>>
- BOHM J., FILÁČEK J., KUBICOVÁ I., ZAMAZALOVÁ R., 2012, "Price-Level Targeting – A Real Alternative to Inflation Targeting?", *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol.62, p.2-26 https://www.researchgate.net/publication/286140081_Price-Level_Targeting-A_Real_Alternative_to_Inflation_Targeting
- CAGAN, P. (1956) The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In: Friedman, M., Ed., *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago, 25-117.
- *Capire la deflazione*, Enrico Colombato, università di Torino 2015
- *Deflazione: cause, conseguenze e soluzioni politiche. La recente esperienza europea*, Università degli studi di Pisa 2015
- DI GIORGIO, *Economia e politica monetaria*, sesta edizione
- FISHER, I., 1933. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, Vol. 1, 337-357.
- GOODFRIEND M., 2000. Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Balancing the Risks, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, No. 4, Part 2: Monetary Policy in a Low-Inflation Environment (Nov., 2000), p. 1007-1018 <https://www.jstor.org/stable/2601157?seq=8>
- VISCO I., 2021, *Pandemia Inflazione e Politica Monetaria*, *Moneta e Credito* Vol. 47 n. 296
- *La politica monetaria della BCE*, Frankfurt am Main 2005
- MANKIW e TAYLOR, *Macroeconomia*, sesta edizione
- MINSKY, H. P., 1982. Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, dicembre n. 143, 375-393.
- MISHKIN, EAKINS, BECCALLI, *Istituzioni e mercati finanziari*, nona edizione

- *Overcoming Deflation: Japan's Experience and Challenges Ahead*, Speech at the 2019 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Haruiko Kuroda
- *Politica monetaria in trappola di liquidità, un'applicazione al caso giapponese*, Politecnico di Milano (2010)
- ROGOFF, K., 2017. Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31 (3), 47-66.
- SVENSSON, L. E. O., 2003. Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (4), 145-166.
- Thomas J. Sargent, "The End of Four Big Inflations", in *Inflation*, a cura di Robert Hall, Chicago, University of Chicago Press, 1983, pp. 41-98.
- VISCO I, *Lectio magistralis, <<Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi>>*, Firenze, 18 gennaio 2013

Sitografia

- https://bnl.it/images/bnl/scopri-bnl-da-febbraio-2020/bnl-focus/2022/Focus_n.19_20_09_22_Inflazione_e_gas_in_Europa.pdf
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2013/Visco_18012013.pdf
- <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>
- <https://data.worldbank.org>
- https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221104_1~8be9a4f4c1.it.html
- <https://www.ilsole24ore.com>
- <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/08/26/sp-gita-gopinath-remarks-at-the-jackson-hole-symposium>
- <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/2/article/inflation-developments-in-the-euro-area-since-the-onset-of-the-pandemic.html>
- <https://www.unisalento.it/documents/20152/883852/materiale+didattico+INFLAZIONE.pdf/117a681f-dfce-51c2-04cd-0a31ef05f425?version=1.0>