

Facoltà di Economia

Cattedra di Macroeconomia

**IL DIBATTITO SULLA TRAPPOLA
DELLA LIQUIDITA'**

Relatore:

Prof. Pietro Reichlin

Candidata:

Renata Prota

Matr. 139441

Anno Accademico 2009/2010

ABSTRACT

L'economia mondiale contemporanea attraversa un periodo di crisi, cominciato all'incirca nel 1990 e che, nell'arco di un ventennio, è diventato per gli aspetti essenziali di causa e entità simile a quello del 1929, il più grave mai conosciuto dal sistema capitalistico industriale con enormi conseguenze economiche e politiche e che, assecondato anche dalle teorie keynesiane, contribuì a demolire le certezze della teoria quantitativa, considerata da sempre l'unica veritiera.

Molti Paesi hanno cercato di ovviare alla crisi attuale e di proteggere il proprio sistema economico con politiche volte ad abbassare i tassi d'interesse. La lentezza con cui gli effetti di queste misure tendono a manifestarsi ha fatto crescere negli economisti la paura che si stia verificando la *trappola della liquidità*, concorrendo a sviluppare nel consumatore la tendenza a non spendere, nonostante la pronta fornitura di denaro e i ridottissimi tassi d'interesse, accelerando così la recessione dell'economia.

La *trappola della liquidità* si verifica quando il livello dei tassi d'interesse bassi (o pari a zero) non riescono a stimolare la spesa dei consumatori. In questa situazione, la politica monetaria può contare su strumenti non convenzionali per stimolare l'economia, in quanto talvolta un approccio basato sul controllo dell'inflazione si rivela inefficace, se l'economia del Paese versa nella trappola della liquidità (in cui il tasso d'interesse nazionale è zero e quindi l'immissione di liquidità operata dalle autorità monetarie perde la sua efficacia.) E' necessario semplicemente soffermarsi a pensare alla crisi globale attuale o a quella nipponica (che verranno poi esaminate) per rendersi conto realmente di cosa comporti questo fenomeno. Per riuscire a fronteggiarlo infatti, le Banche Centrali (vedremo il caso europeo, nel primo capitolo) sono "costrette ad utilizzare strumenti non convenzionali pur di riuscire ad "uscire dalla trappola".

Questa tesi si divide in quattro capitoli:

- il primo chiarisce gli aspetti istituzionali, vengono esaminate le strategie di politica monetaria adottate dalle Banche Centrali (BCE, FED), gli approcci

adottati per il raggiungimento degli obiettivi finali .La prima sezione espone le ragioni per cui tale obiettivo è stato assegnato alla Politica Monetaria; nella seconda sezione sono illustrate le caratteristiche salienti de meccanismo di trasmissione della politica monetaria(il modo in cui influisce sugli andamenti dei prezzi)

- il secondo definisce la domanda di moneta,ponendo attenzione sui criteri di scelta di detenere moneta da parte degli agenti economici . Questo aspetto risulta ,come si vedrà, rilevante in quanto rappresenta le fondamenta per l'economia monetaria e per i meccanismi d'impulso .
- nel terzo capitolo si passa ad una trattazione più"grafica " del fenomeno, rappresentandolo con l'ausilio del modello IS-LM e notando contestualmente i movimenti delle variabili che interessano le politiche fiscali ed economiche.
- L'ultimo capitolo mette a confronto due grandi crisi economiche contemporanee:
quella nipponica e quella americana (ormai globale)

CAPITOLO 1

La *trappola della liquidità* è una situazione, definita da J.M. Keynes , che si verifica quando, in corrispondenza di un tasso d'interesse molto basso, la domanda di moneta per fini speculativi diventa illimitata in quanto i risparmiatori si aspettano un aumento del saggio d'interesse e quindi preferiscono detenere moneta in forma liquida piuttosto che investirla. Un basso livello del tasso d'interesse costituisce pur sempre uno dei maggiori incentivi agli investimenti privati, ma è anche vero che i tassi bassi significano anche denaro non circolante, assenza di inflazione e quindi di ripresa economica.

Certo è che, arrivati ad un certo punto, quando i tassi non possono più essere tagliati, e le autorità monetarie dovranno usare nuovi strumenti per cercare di dare ossigeno alla crescita economica. La *trappola di liquidità* è spesso associata all'inflazione, in quanto, come precedentemente detto, significa eccesso di liquidità nel sistema. Nell'odierna crisi non è assolutamente così. L'inflazione al momento continua a scendere.

Durante la Grande Depressione del '29, in America, il tasso di interesse nominale raggiunse la parità e la temibile *trappola della liquidità*, ovvero costo del denaro a zero senza effetti sulla ripresa economica, scattò inesorabile. Lo stesso accadde nel Giappone della Grande Deflazione negli anni novanta. Gli Stati Uniti di oggi sembrano correre lo stesso rischio: i tassi sono stati abbassati dalla Federal Reserve a una banda di oscillazione compresa tra 0 e 0,25 %. Le banche, in un simile contesto, preferiscono decisamente la liquidità e finiscono per non fare circolare il denaro all'interno del sistema economico.

Si vedrà in maniera più dettagliata nei prossimi capitoli che quando l'economia si trova a dover fronteggiare una simile situazione, le autorità monetarie insignite del potere di attuare le politiche monetarie (le Banche Centrali), adottano una politica espansiva attraverso l'aumento dell'offerta di moneta, atta a ridurre il tasso d'interesse e conseguentemente, ad aumentare gli investimenti e la domanda aggregata. In presenza di questo fenomeno questo tipo di politica comporta uno spostamento della curva LM verso il basso, implicando comunque lo spostamento dell'equilibrio, e non sortendo alcun effetto.

Le decisioni riguardanti gli interventi della politica monetaria devono comunque essere correlate alle finalità che le autorità vogliono perseguire. La politica monetaria deve raggiungere tre obiettivi: finali, intermedi e operativi. I primi si riferiscono alle variabili macroeconomiche fondamentali quali l'inflazione, il reddito, l'occupazione, il pareggio dei conti con l'estero, il raggiungimento dell'equilibrio e conseguentemente, del benessere sociale.

Strategicamente, gli obiettivi intermedi mirano al raggiungimento dell'equilibrio del sistema finanziario (tasso d'interesse, credito disponibile e quantità di moneta) che permette alla Banca Centrale di influenzare sia l'accumulazione tramite il tasso d'interesse, sia i livelli produttivi e l'inflazione mediante la spesa monetaria.

Questi obiettivi, a differenza dei primi, grazie agli strumenti a disposizione sono più facilmente controllabili dalle autorità della politica monetaria che, tramite questo controllo, influiscono in maniera indiretta sugli obiettivi operativi nei quali si considerano le variabili del mercato interbancario sottoposte al quotidiano controllo della banca centrale. Anche questi obiettivi possono essere espressi attraverso gli aggregati monetari come gli stock di riserva bancaria o le componenti dello stock di riserva, o i tassi d'interesse solitamente quello overnight. Tatticamente, l'obiettivo intermedio viene raggiunto dopo aver fissato gli obiettivi operativi per variabili che hanno rapporti stabili con gli obiettivi intermedi e che sono influenzate dagli strumenti.

Una volta definito l'unico obiettivo finale per la BCE e gli obiettivi finali per la FED è necessario stabilire le strategie più idonee atte a conseguire gli obiettivi di policy.

Ovviamente questo tema è il fulcro di un aperto dibattito conosciuto come "regole verso la discrezionalità". Ad oggi, l'orientamento pare sia quello di adozione di regole di condotta valide nel medio-lungo termine volte a dare una certa flessibilità nella gestione del breve periodo. Non è chiara ancora la questione relativa a quali variabili devono essere utilizzate come target, se orientare la

propria politica su alcuni obiettivi finali o su altre variabili degli obiettivi intermedi.

L'obiettivo intermedio è una variabile controllabile con gli strumenti a disposizione nonché facilmente rilevabile dalle autorità e ha una relazione stabile con un obiettivo finale della politica monetaria. Nonostante fisiologici ritardi temporali, l'azione sullo obiettivo intermedio consente il raggiungimento dell'obiettivo finale. Alcuni autori credono che non sia conveniente vincolare l'azione della politica monetaria a causa di difficoltà d'informazione sulla rilevazione dei dati su tali variabili, sia per l'incertezza delle previsioni su questi dati sia perché ci sono dei ritardi di trasmissione degli impulsi monetari dalla manovra sugli strumenti alla manovra finale su prezzi e redditi. La scelta di intervenire su un obiettivo finale o intermedio rappresenta un trade-off tra controllabilità e trasparenza. La variabile intermedia si presenta più facile da raggiungere, ma allo stesso tempo di questa i non esperti in materia non hanno un'idea ben precisa, ragion per cui non riescono tantomeno a comprenderne la relazione con l'obiettivo finale.

Dall'altra parte, la scelta d'intervento diretto sull'obiettivo finale è molto più chiara e verificabile ai più, ma spesso le autorità monetarie non dispongono di strumenti tanto efficaci da consentire un controllo valido e immediato dell'obiettivo;

L'obiettivo intermedio, anche se meno comprensibile, permette però di poter intervenire in caso di strategia errata a differenza dell'obiettivo finale, in cui l'errore non può essere corretto.

La grave inflazione che ha colpito tutto il mondo in seguito alla prima e alla seconda crisi petrolifera ha condotto ad una totale rivisitazione delle finalità della politica monetaria. Ad oggi si pensa che le autorità monetarie debbano perseguire l'obiettivo finale della "stabilità dei prezzi" (obiettivo passato in secondo piano (come si vedrà) soltanto durante l'odierna crisi). Quest'ultimo è esplicitamente inserito nello statuto della BCE che, dal 1999, istituzione

responsabile della conduzione della politica monetaria nell'area comprendente tutti i Paesi che hanno aderito alla moneta unica.

Il perché sia proprio questo l'obiettivo da raggiungere si riscontra nel comune accettazione della moneta come "bene pubblico" e quindi si mira alla stabilità del potere d'acquisto.

Diversa è invece la concezione statunitense, nella quale lo statuto prevede la realizzazione di ben 6 obiettivi :

- Stabilità dei prezzi
- Elevata occupazione
- Tasso di crescita sostenuto dell'attività economica
- Stabilità del sistema finanziario in termini di macrostabilità(stabilità dei mercati) che microstabilità(stabilità delle istituzioni)
- Stabilità del mercato valutario dettata dal fatto che oscillazioni troppo ampie del tasso di cambio incidono negativamente sugli scambi con l'estero ,sia commerciali che finanziari, ritenuti fondamentali per l'incremento del benessere della nazione.
- La riduzione della volatilità dei tassi d'interesse a lungo termine, considerato che molte delle scelte di consumo e investimento degli operatori economici sono influenzate da queste variabili.

Gli obiettivi appena elencati non sono vincolati da ordinamento gerarchico e tantomeno da definizione di contenuto numerico. L'assenza di questi vincoli(presenti invece nello statuto della BCE) conferiscono alla FED grande flessibilità nella gestione della politica monetaria.

Situazione contraria si verifica invece nel caso BCE il cui lo statuto esplica direttive più dettagliate ,riguardanti il perseguimento dell'unico obiettivo sopra citato (stabilità dei prezzi), al quale sono subordinate tutte le altre politiche concernenti lo sviluppo.

Da un punto di vista economico, la moneta svolge un compito fondamentale, perché essa, essendo utilizzata in tutti i mercati del sistema, permette il

collegamento dell'intero circuito economico e di conseguenza, ha l'imprescindibile ruolo di mezzo di trasmissione degli impulsi di Politica Monetaria . Infatti, è attraverso l'offerta di moneta che la Banca Centrale attua le sue politiche monetarie espansive o restrittive. Un primo importante concetto è quello di base monetaria. Esso è essenziale per comprendere l'intervento della Banca Centrale nel sistema economico.

La base monetaria (BM) è uguale alla somma della moneta in circolazione più la moneta utilizzata dalle banche come riserva, per far fronte ai prelevamenti dei depositanti.

$$BM = \text{circolante} + \text{riserve bancarie}$$

L'offerta di moneta, cioè lo *stock* di moneta in Europa, è misurabile mediante l'utilizzo di 3 grandezze:

- **M1** = circolante + C/C
oltre alla moneta in circolazione, l'offerta di moneta M1 comprende tutti i C/C bancari e postali;
- **M2** = M1 + DR + CD
essa identifica lo stock di moneta aggiungendo alla componente M1 i depositi a risparmio (DR) ed i certificati di deposito (CD) bancari e postali;
- **M3** = M2 + titoli pubblici a breve termine (p. es. BOT)
la liquidità (M3) è definita (nel rispetto di un'armonizzazione comunitaria) aggiungendo a M2 i titoli pubblici a breve, come i BOT, che sono quindi anch'essi considerati mezzo di pagamento.

E' da notare che qualsiasi aggregato si utilizzi per definire lo stock di moneta esistente, esso non potrà prescindere dall'esistenza del sistema bancario, per la presenza di C/C e DR. E' stato detto che la Banca Centrale influenza l'economia di un paese, attraverso l'attuazione della Politica Monetaria, la quale può essere *espansiva* (e quindi: + PIL, + occupazione, + consumi, ma anche + inflazione) o *restrittiva* (e quindi: - PIL, - occupazione, - consumi, ma anche - inflazione).

Si vedrà adesso come si attua, in concreto, questa Politica Monetaria ed il ruolo fondamentale che svolge il sistema bancario per trasferire nel sistema gli impulsi monetari provenienti dalla Banca Centrale. Quest'ultima attua manovre sui tassi d'interesse nel breve periodo che costituiscono poi l'impulso per il raggiungimento di effetti sui tassi d'interesse a lungo termine.

In particolare, si noterà che il sistema bancario amplifica la portata della Politica Monetaria attuata, perché moltiplica la quantità di moneta emessa o eliminata dalla Banca Centrale. Quest'ultima attua manovre sui tassi d'interesse nominali nel breve periodo e che costituiranno l'impulso per il raggiungimento di effetti sui tassi a di lungo periodo. Questa politica economica nel breve periodo viene attuata allo scopo di agire sul livello del Pil (Y) e in caso di recessione aumentarne il valore.

Assumendo che si verifichi una riduzione della spesa autonoma (ad esempio per $\downarrow C_0$), le autorità economiche agiranno attraverso delle politiche denominate "espansive" miranti ad evitare la caduta del reddito. Le autorità di politica economica possono agire sull'equilibrio di breve periodo in modi diversi:

- il Governo può agire mediante politica fiscale facendo aumentare la Spesa pubblica (G) e /o diminuendo le imposte (T)
- Banca Centrale può aumentare l' *Offerta di moneta* o può contare su altri strumenti di Politica monetaria quali le OMA, tassi ufficiali di sconto e operazioni su iniziativa delle controparti.

La politica fiscale operando sulla tassazione o sulla spesa pubblica attua delle manovre che si ripercuoteranno sul mercato dei beni e dei servizi (IS) non modificando invece la curva del settore monetario (LM) dalla cui pendenza si può dedurre se ci si trova nella trappola della liquidità. Questa politica fiscale espansiva influirà sul bilancio pubblico attraverso l'incremento del disavanzo pubblico.

La politica monetaria espansiva comporta un aumento dell'*offerta di moneta* da parte della banca centrale, ma diversamente dalla politica fiscale i suoi effetti compariranno sulla curva LM spostandola verso il basso. Questo avviene perché

un aumento dell'offerta di moneta provoca una riduzione del tasso d'interesse nominale a breve, che a sua volta stimolerà gli investimenti (perché il costo finanziario è ridotto dall'abbassamento del tasso) aumentando così la domanda aggregata e la produzione (Y). Queste variazioni verranno ampliate dall'effetto del moltiplicatore.

Il caso della *Trappola della liquidità* può essere considerato come un fuori programma che rende nulla la politica appena descritta.

La Banca Centrale Europea ha la competenza in materia (la BCE). Essa ha vari strumenti (convenzionali e non) per aumentare o diminuire lo stock di moneta del sistema economico. Tra gli strumenti convenzionali menzioniamo:

la manovra del TUR (Tasso Ufficiale di Riferimento), erede del vecchio *saggio ufficiale di sconto* utilizzato per il risconto di portafoglio alle banche, le operazioni su iniziativa delle controparti, la variazione della riserva obbligatoria, le operazioni di mercato aperto (cioè in Borsa).

Con le operazioni di mercato aperto (OMA), la Banca Centrale stabilisce modalità e condizioni per la loro effettuazione. Questo strumento dà un contributo fondamentale alla politica monetaria per stabilizzare i tassi d'interesse, determinare le condizioni di liquidità e per indicare l'orientamento della stessa politica. La BC acquista o vende titoli di Stato nel mercato aperto (cioè in Borsa), in modo da aumentare (quando acquista) lo stock di moneta o diminuire (quando vende) l'offerta di moneta.

Ciò è evidente se si pensa che, acquistando titoli, la Banca Centrale immette moneta in circolazione (la moneta corrispondente al prezzo dei titoli acquistati), mentre, vendendo titoli, rastrella la moneta in circolazione (che è sostituita dai titoli comprati dagli operatori di Borsa).

Questa iniziale variazione della Base Monetaria è già essa stessa una variazione di M2, ma non finisce qui, perché, alla fine del processo, M2 varia molto di più della variazione iniziale di Base Monetaria, conseguenza, quest'ultima, dell'operazione in Borsa della Banca Centrale.

Infatti, ipotizzando un aumento di Base Monetaria, la nuova moneta in circolazione è in parte depositata in banca dagli operatori che l'hanno incassata,

sotto forma di C/C o DR. Le banche che ricevono questi depositi non terranno immobilizzati tutti i soldi versati, ma li utilizzeranno per concedere prestiti e finanziamenti. A loro volta, i beneficiari dei finanziamenti faranno dei pagamenti con i fondi ottenuti in prestito e questi fondi saranno depositati, in parte, presso le banche di cui i prenditori delle somme sono clienti. Queste ultime banche utilizzeranno, di nuovo, le somme versate sui depositi dai loro clienti per fare altri prestiti e così via.

Il processo appena descritto prende il nome di *moltiplicatore monetario*, perché, attraverso le banche, la quantità di moneta di un paese aumenta molto di più dell'iniziale aumento di Base Monetaria, operato dalla Banca Centrale.

Lo stesso avviene in caso di diminuzione di Base Monetaria (vendita di titoli in Borsa): lo stock di M2 diminuisce molto di più dell'originaria diminuzione di Base Monetaria.

Il moltiplicatore monetario è influenzato da 2 valori:

1. *Moneta, che il pubblico detiene liquida e non versa in banca;*
2. *Riserve bancarie*, cioè la moneta che la banca detiene per far fronte ai prelevamenti dei depositanti e che, quindi, non è data in prestito. Esse si distinguono in 2 componenti:
 - 1) riserva obbligatoria – che le banche devono detenere per legge, in percentuale dei depositi;
 - 2) riserva libera o facoltativa – che è l'ulteriore riserva che le banche preferiscono detenere per evitare spiacevoli sorprese, quali le richieste di rimborso dei depositi per importi ingenti.

Se indichiamo con RB la % di riserva obbligatoria, con RL la % di riserva libera e con C (=circolante/depositi) la % di moneta detenuta dalla collettività in forma liquida rispetto alla moneta depositata, avremo la seguente formula del moltiplicatore monetario (MP):

$$MP = (100 + C) / (RB + RL + C)$$

Per cui:

$$\text{variazione stock di } M = \text{variazione Base Monetaria} \times MP$$

L'amplificazione operata dal moltiplicatore monetario ci fa capire quanto sia importante l'attuazione di un'adeguata Politica Monetaria, in un senso o nell'altro.

Prima di concludere, un'ultima considerazione.

La politica della Banca Centrale, oltre ad essere decisiva per la Politica Monetaria di un paese, può avere riflessi anche sulla Politica Fiscale attuata dal governo centrale.

Infatti, il disavanzo o deficit pubblico, che è dato dalla differenza positiva fra le Spese e le Entrate dello Stato, può essere finanziato in 2 modi:

- 1) attraverso l'emissione di titoli del debito pubblico (BOT), ma in questo modo aumenta il debito dello Stato verso i cittadini, misurato appunto dalla quantità di debito pubblico, cioè di titoli da rimborsare più gli interessi (il debito pubblico è generalmente misurato, non in assoluto, ma in percentuale sul PIL);
- 2) attraverso l'emissione di moneta, con la quale la Banca Centrale finanzia il disavanzo dello Stato.

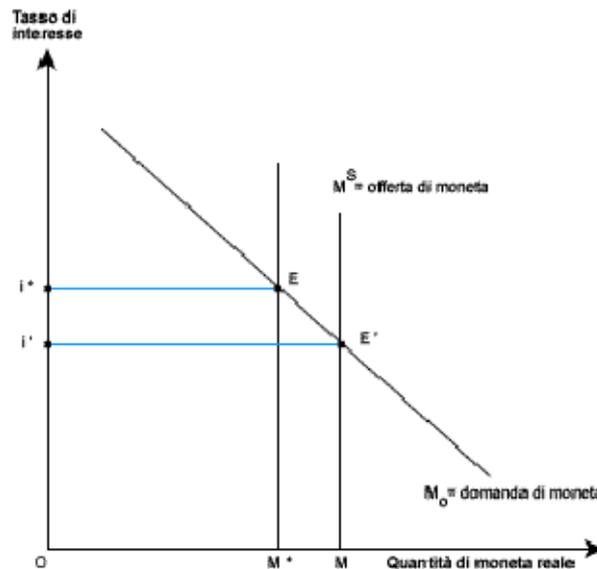
E' chiaro che in quest'ultimo caso ci sono evidenti conseguenze sul sistema economico, in termini di trasmissione degli impulsi monetari, accentuati dal moltiplicatore.

La Politica Monetaria della Banca Centrale è utilizzata per indirizzare l'economia di un paese verso l'espansione o verso il contenimento (in quest'ultimo caso, generalmente, per problemi legati all'inflazione).

Ma già adesso ci deve essere chiaro che il passaggio degli stimoli di politica economica, dal mercato monetario al mercato reale (produzione, prezzi, ecc...), avviene attraverso gli investimenti (cioè la domanda di beni destinati alla produzione, come le macchine).

Ecco perché.

Si prenda la figura seguente, raffigurante l'equilibrio nel mercato della moneta, con il valore d'equilibrio del tasso d'interesse i^* , corrispondente al punto E.



Nella figura l'offerta di M^* è rigida (asse verticale) ed è stabilita dalla Banca d'Italia.

Quest'ultima può variare la quantità di moneta offerta, modificando la Base Monetaria, per esempio con un'operazione di mercato aperto .

Il risultato di un aumento della BM, potrebbe essere, per ipotesi, la quantità offerta M , più grande della precedente, dove il nuovo stock di moneta è il risultato dell'azione del moltiplicatore monetario. Pertanto, la maggiore offerta di moneta determina una riduzione del tasso (da i^* a i' , corrispondente al nuovo punto di equilibrio E').

Invece, la domanda di moneta proveniente dalla collettività richiede qualche spiegazione.

Secondo la teoria economica la domanda di moneta di un individuo è la risultante di 3 motivazioni:

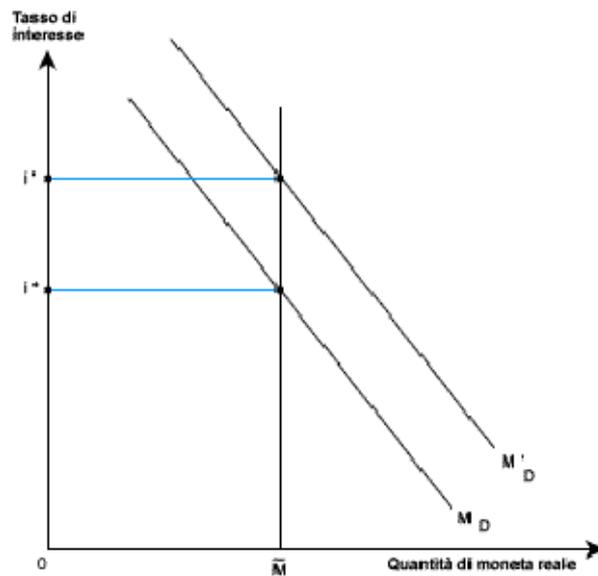
1) **Domanda transazionale.** E' la domanda di moneta legata alla necessità di avere una certa liquidità per compiere le normali transazioni quotidiane, cioè gli acquisti desiderati. Essa è direttamente proporzionale al reddito, perché è plausibile ipotizzare che l'aumento del reddito disponibile comporti una maggiore spesa in beni di consumo. Per cui $D_m = k(\text{reddito})$, dove D_m è la domanda transazionale e k è una costante positiva.

2) **Domanda precauzionale.** E' la domanda di moneta legata agli acquisti eccezionali, che potrebbero sorgere all'improvviso ed inaspettatamente. Anch'essa è legata in maniera diretta al reddito.

3) **Domanda speculativa.** Questa è la domanda di moneta dovuta alla necessità di detenere sempre in portafoglio una certa somma, da utilizzare qualora diventi appetibile acquistare un titolo particolarmente fruttifero d'interessi. In altre parole, s'ipotizza che un individuo medio detenga una somma di denaro sempre pronta ad essere investita in speculazioni, nel caso in cui l'interesse di un titolo di credito diventi vantaggioso. In questo movente la domanda di moneta è in relazione inversa col tasso d'interesse (i), perché maggiore è il tasso d'interesse, maggiore sarà l'acquisto speculativo di titoli e, di conseguenza, minore sarà la liquidità tenuta in tasca (la domanda speculativa di moneta). In formula matematica: $D_s = -k(i)$, cioè la domanda speculativa D_s è inversamente proporzionale al tasso d'interesse (i), che rappresenta per la persona un costo-opportunità.

Ora è più comprensibile il motivo per cui, nella figura precedente, abbiamo disegnato la domanda di moneta del sistema economico con un'inclinazione negativa rispetto al tasso d'interesse (i). Infatti, più è alto il tasso d'interesse, minore è la domanda speculativa di moneta, cioè la liquidità detenuta per fini di investimento finanziario, in quanto gli individui preferiranno acquistare titoli piuttosto che tenere denaro liquido in portafoglio. Viceversa, per bassi livelli di (i), c'è una grossa liquidità nel sistema, perché sono tutti in attesa di futuri rialzi appetitosi del tasso d'interesse.

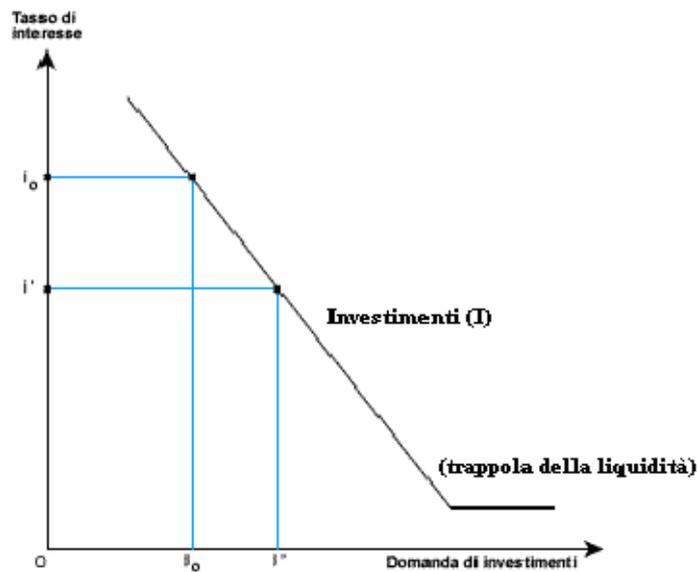
Ma ora si comprende anche il motivo per cui la domanda di moneta si muove come evidenziato in figura:



L'aumento della domanda è dovuto ad un aumento del reddito, che sposta la domanda di moneta transazionale e precauzionale verso l'alto, determinando un valore d'equilibrio di (i) , maggiore del precedente.

Come fanno questi spostamenti del tasso d'interesse d'equilibrio nel mercato monetario ad influenzare il mercato reale dei beni?

Attraverso la domanda d'investimento in beni capitali, in beni cioè destinati a produrre altri beni, come le macchine.



La domanda di investimenti in beni capitali è funzione inversa del tasso d'interesse, perché più è alto (i) e più è oneroso prendere dei finanziamenti per acquistare le macchine necessarie alla produzione. Viceversa, più è basso (i) e più è vantaggioso prendere finanziamenti da utilizzare per gli investimenti nella produzione.

Quindi, se (i) si alza, gli investimenti diminuiscono, in quanto gli imprenditori evitano di chiedere finanziamenti il cui interesse (i) è troppo gravoso. Se (i) si abbassa, gli investimenti aumentano, in quanto per un tasso (i) basso diventa conveniente chiedere finanziamenti alle banche, finalizzati all'acquisto dei beni produttivi aziendali.

Si vedrà che la domanda di investimenti è una delle componenti della domanda aggregata di beni, per cui la Politica Monetaria agisce sulla produzione e su tutte le altre variabili del sistema economico (prezzi, occupazione, inflazione, ecc...) attraverso la variazione degli investimenti programmati dalle imprese.

La *trappola della liquidità*, evidenziata in figura dalla parte orizzontale (e parallela all'asse delle ascisse) della domanda d'investimenti, fa eccezione rispetto a queste considerazioni

Secondo l'economista inglese, quando il tasso di interesse (i) è eccessivamente basso salta la relazione inversa tra Investimenti e tasso. Pertanto, il livello di investimenti deciso dagli operatori diventa insensibile alle variazioni di (i) e, quindi, qualsiasi manovra di PM è inefficace, non trovando riscontro in risultati concreti. A parere di alcuni osservatori, la trappola della liquidità è esattamente la situazione in cui si è trovata gran parte dell'economia mondiale negli anni 2007/8, a seguito dello scoppio della bolla dei mutui *subprime* americani.

Negli USA le OMO (Open Market Operation) vengono condotte dalla FED con l'obiettivo di mantenere il "federal funds rate" in linea con l'obiettivo, introducendo o riducendo la liquidità necessaria al conseguimento dello stesso.

$$OMO_t = NBR_t^T - NBR_{t-1} + \gamma(i_{f,t} - i_{f,t}^T) + \varepsilon_t$$

Questa equazione esplica che il volume di operazioni di mercato aperto al periodo "t" è dato dalla differenza tra la quantità desiderata di "nonborrowed reserves" al tempo "t" e la porzione di "nonborrowed riserves" effettivamente avute nel periodo "t-1", nonché la differenza tra il federal funds rate effettivo al tempo "t" e quello target nel medesimo periodo, a meno di errori di controllo.

Mentre la BCE effettua le operazioni di rifinanziamento principali e a più lungo termine

Con una frequenza settimanale e mensile, la Fed le svolge giornalmente sia perché il mercato finanziario americano è quello più sviluppato a livello mondiale e sia perché ha i flussi monetari talmente attivi da necessitare di un costante intervento della banca centrale.

Una seconda classe d'interventi di politica monetaria è rappresentata dalle "operazioni su iniziativa delle controparti". Si ha l'immissione o l'assorbimento di liquidità "overnight", a discrezione delle banche nazionali (le controparti della BCE).

Sono presenti 2 tipi di operazioni gestite a livello decentrato dalle singole BCN e sono

- Le operazioni di rifinanziamento marginale che consentono alle banche dietro garanzia di attività stanziabili di ottenere liquidità overnight ad un tasso d'interesse prestabilito
- Depositi presso la banca centrale consentono alle banche di depositare liquidità overnight presso le BCN ad un tasso prestabilito, e dunque permettono di assorbirla, su loro richiesta, per brevissimi periodi di tempo.

Degne di nota sono anche le forme d'intervento *non convenzionali* attuate dalla BCE per fronteggiare la crisi. Così definite sia per le modalità originali rispetto a quelle passate, sia perché ispirate a obiettivi che travalicano quello prioritario della stabilità dei prezzi.

La riduzione dei tassi d'interesse di riferimento dal 4,25% all'1% è sicuramente una misura convenzionale la cui ratio è nota. In seguito al default Lehman il corridoio dei tassi è stato dimezzato, per limitare nei mercati monetari l'estrema volatilità generata principalmente dalla crisi dei mercati dei titoli corporate e dei mercati di borsa. Il corridoio è stato successivamente riportato all'ampiezza originaria, non appena le condizioni di mercato hanno iniziato a tornare verso la normalità.

La principale misura non convenzionale riguarda il passaggio al nuovo meccanismo d'asta (Tap Auction Facility), nel quale il tasso d'interesse di rifinanziamento è fisso e predeterminato dalla BCE che a tale tasso si impegna a soddisfare qualsiasi domanda proveniente in asta per qualsiasi importo.

Pertanto l'ammontare che viene concesso agli istituti di credito ammessi a tali operazioni è potenzialmente illimitato. L'adozione di tale misura è stata dettata dalla necessità di ristabilire un adeguato livello di liquidità nel sistema bancario e quindi finanziario.

Il crollo dei corsi di molte categorie di titoli aveva infatti aumentato la necessità di liquidità di molte banche. A ciò si era aggiunto un'aumentata percezione del rischio di credito che aveva causato una virtuale chiusura di molti mercati monetari (scambi quasi assenti in molti segmenti del mercato interbancario) rendendo impossibile la circolazione di liquidità tra i vari intermediari finanziari. Fino a che tali interventi non hanno iniziato a dispiegare gli effetti, la BCE ha avuto compito di creare liquidità e scambiarla con le

controparti bancarie che a loro volta scambiano solo con la quest'ultima piuttosto che tra loro.

Quindi la Tap Auction ha risposto al duplice obiettivo di garantire adeguata liquidità ai soggetti bancari e ripristinare un livello di circolazione di liquidità adeguato.

Tra le altre operazioni troviamo l'allungamento della scadenza delle operazioni di mercato aperto in risposta alle esigenze di ripristinare condizioni di normalità sulle scadenze più lunghe dei mercati monetari e di garantire liquidità al sistema bancario di più lungo termine. Infine ci sono altre misure quale la *quantitative easing* e gli *swap sui titoli* a bassi tassi d'interessi sono stati attuati in alcuni casi a livello di Banche Centrali Nazionali.

L' Inflation targeting (IT)

I governi utilizzano la politica monetaria per garantire una certa stabilità dei prezzi, soprattutto con *l'inflation targeting*, una strategia che nasce per favorire il livello deflazionistico e il cui obiettivo principale è rappresentato dal raggiungimento di un certo livello del tasso d'inflazione. La principale differenza tra le Banche centrali che manifestano apertamente la loro decisa volontà di contrastare l'inflazione e quelle che adottano l'IT sta nell'interpretazione dell'obiettivo. Con l'IT, l'inflazione diventa l'obiettivo principale della politica monetaria, anche se non l'unico e l'uso degli strumenti sarà orientato verso tale scopo, anche se ciò dovesse andare in contrasto con altri obiettivi quali il tasso di cambio e il tasso di disoccupazione. La connessione tra attività economica e inflazione è percepibile quando, in una economia, il livello di produzione supera il livello raggiungibile, utilizzando in maniera sostenibile i fattori produttivi. Tutto questo implica una pressione al rialzo dei costi di produzione che comporta conseguentemente un aumento dei prezzi e quindi dell'inflazione.

Un' economia è sostenibile quando le domande di beni e servizi generate sono forti e allora, per evitare l'inflazione, le autorità monetarie possono riversare l'attenzione sull'unico fattore di controllo diretto: il tasso d'interesse a breve termine aumentandolo.

L'aumento del costo del denaro rallenta gli investimenti delle imprese, gli acquisti delle case e il consumo discrezionale che richiede finanziamenti, come per esempio auto e accessori. La produzione quindi restituisce un livello sostenibile, riducendo la pressione al rialzo. Se l'economia rallenta e produce sotto il livello sostenibile, le domande di beni e servizi diventano deboli e conducono le aziende a licenziare i lavoratori e a ridurre il prezzo per aumentare le vendite.

L'aumento della disoccupazione permette alle imprese di limitare l'aumento di paga e i costi di produzione tendono ad essere stabili o a diminuire, implicando un'inflazione ridotta. Per stimolare la domanda, le autorità monetarie abbassano notevolmente i tassi a breve termine che si riflettono sulla base commerciale dei tassi di prestito e sui tassi di mutuo, limitando la pressione al ribasso dei prezzi.

E' comunque probabile che, in una situazione di economia rallentata, le regolamentazioni del tasso non funzionino come previsto, costringendo le autorità monetarie a ridurre i tassi d'interesse che possono arrivare al di sotto dello zero, con l'eventualità che, a questo punto, lo stimolo non riesca comunque a "risvegliare" l'economia. La situazione di inutilità di iniezione di liquidità implica la *trappola della liquidità*.

Tassi d'interesse nominali e reali possono ampiamente differire e spostarsi in direzioni opposte, a seconda delle tendenze inflazionistiche.

Escludendo il fattore fiducia che poi risulterà fondamentale nella comprensione delle dinamiche della *trappola della liquidità*, la teoria economica afferma che il tasso d'interesse reale (differenza tra tasso nominale e tasso d'inflazione) è un fortissimo incentivo a consumare o investire e, pertanto, rappresenta l'obiettivo dell'autorità monetaria durante un rallentamento economico. Si può portare come esempio la situazione che si verificò negli USA all'inizio del 2000, quando, successivamente allo scoppio della bolla della tecnologia, al fine di abbassare il tasso d'interesse reale, fu adottata una strategia che prevedeva che l'inflazione dovesse rimanere più o meno stabile con una caduta meno rapida dei tassi d'interesse nominali.

E' possibile che in caso di grave crisi economica, come durante la Grande depressione, l'inflazione cada più velocemente dei tassi d'interesse nominali e questo conduca ad un reale aumento dei tassi d'interesse, rallentando ulteriormente l'economia.

Il percorso che la politica monetaria deve seguire è dettato dall'analisi dei tassi d'interesse reali, anche quando i tassi d'interesse nominali in pochissimo tempo raggiungono il limite inferiore pari allo 0%. La deflazione quindi è il pericolo che incombe su una nazione che cerca di affrontare il problema della *trappola della liquidità*.

In Giappone, ad esempio, i prezzi sono diminuiti sin dai primi anni '90 e insieme all'aumento della disoccupazione, la deflazione dei prezzi e la crescita lenta hanno assediato il Paese. La Banca Centrale del Paese, la BOJ, ha risposto abbassando i tassi d'interesse per stimolare la domanda. I tassi a BT hanno subito una graduale caduta raggiungendo lo zero e permanendo a tale livello per più di un anno.

La spiegazione alle cause della mancata cessazione della crisi, nonostante i tassi ai minimi storici, è fornita da Paul Krugman, premio Nobel per l'economia nel 2008.

L'economista è convinto che i tradizionali strumenti di politica monetaria siano impotenti a fornire uno stimolo efficace per l'economia, come dimostra il Giappone che vive una situazione di *trappola della liquidità*. La nazione nipponica rappresenta la prima grande economia industriale costretta a fronteggiare una grave deflazione dopo il 1930. La politica monetaria è in apparenza impotente a stimolare la domanda e aumentare le spese, in quanto i tassi d'interesse minimi mai raggiunti prima non invogliano nessuno a detenere titoli con rendimenti negativi.

Krugman analizza il caso Giappone " basandosi su tesi empiriche a sostegno della *trappola della liquidità* per esempio, una riguarda il tasso d'interesse a breve termine che, nonostante il punto minimo toccato, ha mantenuto la curva dei rendimenti piuttosto piatta, rappresentando così una situazione senza precedenti.

L'economista inoltre sostiene che le iniezioni di liquidità da parte della Banca Centrale non siano state molto efficaci per aumentare i tassi di crescita degli aggregati monetari più ampi. (Ad esempio la BM è aumentata del 25% dal 1994 al 1997, ma M2+CD solo dell'11% mentre il credito bancario è rimasto invariato)

La spiegazione alternativa dell'inefficacia della politica monetaria per stimolare l'economia è la visione del "credit crunch", cioè la contrazione dell'offerta sul credito bancario, causata da corposi prestiti *non performing*, accumulati nel sistema finanziario. Il *credit crunch* è costituito da due parti. La prima, caratterizzata dalla diminuzione del capitale della banca dovuta all'accumulo dei crediti in sofferenza detenuti dalla BOJ, ha comportato per le banche gravi difficoltà nell'approvvigionamento sul mercato dei capitali domestici e internazionali, alle quali il Ministero delle Finanze e le banche hanno risposto con una riduzione della quantità dei prestiti concessi.

La seconda parte della teoria del credit crunch è data dall'atteggiamento prudente delle banche nel concedere prestiti alle imprese, dopo i recenti fallimenti e ciò porta a prevedere un peggioramento della recessione. Secondo il sondaggio "Tankan" voluto dalla BOJ, che chiede alle imprese il loro punto di vista sulle condizioni di prestito, il risultato è stato un inasprimento da parte delle istituzioni finanziarie delle condizioni di credito, nonostante il basso tasso d'interesse ambientale.

In Giappone la crisi del credito ha reso possibile che le iniezioni di liquidità, caratterizzate da base ed espansione monetaria in senso stretto, non aumentassero il credito e i prestiti aggregati.

Krugman rifiuta l'argomento della crisi del credito, sostenendo che le banche con un ampio portafoglio di crediti in sofferenza dovrebbero assumere rischi e concedere prestiti anche discutibili (definiti *jusen*) piuttosto che contrarre il credito. Solo questo, forse, potrebbe ripristinare la solvibilità ed evitare il fallimento. Sono state create nuove Autorità di vigilanza finanziaria volte a garantire una maggiore razionalità e trasparenza nel sistema monetario nipponico. Nonostante questo, comunque, i risultati dell'indagine *Tankan* dimostrano come il

settore bancario sia rimasto ferito sia dalla comparsa del “premio giapponese” ovvero un costo aggiuntivo che le banche devono onorare e che è incluso nel pagamento per l’approvvigionamento dei fondi sui mercati esteri, sia dal declassamento dei rating di investimento. Appare chiaro quindi come la cattiva pubblicità abbia notevolmente contribuito a far assumere, nei confronti del sistema giapponese, una considerazione negativa.

La nuova interpretazione keynesiana della *trappola della liquidità*, differisce pochissimo rispetto alla tradizionale e riguarda un modello di equilibrio intertemporale generale a causa della domanda aggregata che dipende dalle attuali e future aspettative sul tasso d’interesse reale, piuttosto che semplicemente il tasso corrente, come nel vecchio modello keynesiano.

Nella moderna teoria, la trappola della liquidità nasce quando lo zero bound sul tasso d’interesse non a breve termine protegge la Banca Centrale dalle scosse deflazionistiche e dai tagli dei tassi d’interessi. La relazione della *domanda aggregata* sottolinea che il modello è rappresentato dall’equazione del consumo di Eulero, derivante dalla massimizzazione del problema delle famiglie rappresentative.

Assumendo che tutto l’output sia consumato, l’equazione è :

$Y_t = E_t Y_{t+1} - \delta(i_t - E_t \pi_{t+1} - r^e_t)$ in cui la Y_t è la deviazione dell’output dallo stato costante; i_t è il tasso d’interesse nominale a breve termine nominale, π_t è l’inflazione, E_t sono le aspettative dell’operatore e infine r^e rappresenta lo shock esogeno. Questa equazione dice che la domanda corrente dipende dalle aspettative sul futuro output e il tasso d’interesse reale (che è la differenza tra il tasso d’interesse nazionale e le aspettative dell’inflazione futura).

Questa equazione $Y_t = E_t Y_{t+1} - \delta \sum E_t (i_s - \pi_{s+1} - r^e_s)$

Evidenzia che la domanda non dipende solo dal tasso d’interesse corrente a breve termine, ma anche dalle aspettative sul tasso d’interesse futuro e sulle aspettative d’inflazione. Poiché il tasso d’interesse a lungo termine dipende dalle aspettative

sull'attuale e futuro tasso d'interesse nominale a breve termine, questa equazione fa capire che la domanda dipende dal tasso d'interesse a lungo termine.

La Politica Monetaria lavora attraverso il tasso d'interesse a breve termine, ma è limitata dal non poter andare sotto lo zero ($i_t \geq 0$).

In contrasto con la struttura statica keynesiana, la politica monetaria può essere ancora efficace in questo modello persino quando il tasso d'interesse nominale a breve termine è 0.

Per essere espansiva, la politica monetaria deve cambiare le aspettative pubbliche circa il tasso d'interesse futuro nel momento in cui lo zero bound non potrà essere legato a lungo. Questo, ad esempio, può essere il periodo in cui si prevede che gli shock deflazionistici si abbasseranno. Questo fu l'annuncio della BOJ nell'autunno del 2003 che promise di conservare basso il tasso d'interesse fino all'abbassamento delle pressioni deflazionistiche e le CPI (indice statistico macroeconomico elaborato in un dipartimento Usa per misurare "l'incremento dei prezzi per un determinato paniere standard di beni di consumo") fu progettato per essere positivo.

È proprio questo il momento in cui la Banca Centrale nipponica decise di optare per una politica non convenzionale estremamente aggressiva, la "quantitative easing", caratterizzata da possibili effetti collaterali (iperinflazione ad esempio) al fine di contrastare la deflazione che colpì il Paese.

Questa politica può essere definita come un alleggerimento quantitativo dovuto alla creazione di moneta da parte della Banca Centrale e la sua iniezione con OMA nel sistema finanziario economico. È un processo attraverso il quale un istituto monetario aumenta la base monetaria attraverso la stampa di nuova moneta. Si può decidere di optare per il *Quantitative easing* per il salvataggio di istituti di credito, per eliminare dal mercato e dai bilanci i cosiddetti titoli tossici ovvero quelli privi di remunerazione, ma necessari a fornire liquidità al sistema nel caso in cui le banche non prestino denaro sottoponendo le famiglie e le imprese ad una stretta creditizia.

Nel 2003 invece altri due economisti ,Eggertsson e Woodford mostrarono la “Taylor rule” volta a riassumere il comportamento di numerose banche nei paesi industrializzati. E’ un’equazione che incrocia il tasso di disoccupazione con il tasso d’inflazione, con l’obiettivo di creare segnali nel caso in cui la politica monetaria non fosse allineata correttamente all’attività economica e all’andamento dei prezzi. Gli elementi caratterizzanti la Taylor rule sono il tasso d’inflazione, il tasso di disoccupazione e il tasso d’interesse.

Quando la crescita galoppa, la suddetta equazione dovrebbe lanciare un segnale e invitare le Banche Centrali a aumentare i tassi d’interesse per evitare un “surriscaldamento” dell’economia, rappresentando un valido aiuto per i Governi per evitare il fenomeno deflattivo. Anche il Giappone ne ha fatto ricorso durante la sua crisi riducendo, per quanto possibile, la sua deflazione.

Sia la teoria economica che le ricerche empiriche dimostrano che l’inflazione osservata dipende molto dalla fiducia dei consumatori. Un prolungato periodo di deflazione si verifica quando gli agenti economici ,convinti che la situazione sia destinata a permanere a lungo , evitano di fare acquisti significativi. L’impatto può rilevarsi molto significativo soprattutto nel settore immobiliare.

Aumentando l’offerta di moneta circolante, la politica monetaria agevola la crescita economica e ,conseguentemente, i tassi d’interesse diminuiscono. Le industrie, pur indebitandosi, aumentano gli investimenti e nel consumatore cresce la fiducia tendendo a spendere di più. Ma se, come sostiene Keynes, per una serie di motivi, la fiducia viene meno, nonostante il ricorso da parte delle banche centrali a interessi nominali pari a zero ,l’economia tende a rallentare, diminuisce la richiesta di beni di consumo, si entra in una fase di recessione e la maggiore disoccupazione porta a una riduzione del reddito e, come in un circolo vizioso, diminuiscono i consumi e conseguentemente gli investimenti degli operatori economici.

Quando ormai è impossibile ridurre i tassi d’interesse, l’autorità monetaria, per stimolare la crescita economica, cerca di far credere che il calo dei prezzi dei beni di consumo sia momentaneo e che in breve tempo l’inflazione diminuirà. Ma ,se

le attività finanziarie continuano a diminuire drasticamente, questo tentativo risulterà inutile. Per convincere il consumatore, l'autorità monetaria deve ricorrere a azioni concrete come l'acquisto di titoli di stato a più lungo termine, contribuendo a ridurre i tassi d'interesse ipotecari e i tassi d'interesse di progetti di grandi investimenti. Altre alternative sono la svalutazione del denaro o l'emissione di titoli di stato. Sebbene siano stati fatti questi tentativi, la politica monetaria del Giappone è risultata credibile solo per quanto riguarda il controllo dell'inflazione, ma non efficace per il controllo della deflazione.

I meccanismi di trasmissione della politica monetaria

In precedenza sono stati più volte citati i meccanismi di trasmissione della politica monetaria lasciando percepire agilmente il loro ruolo cruciale per la concretizzazione della politica monetaria.

Per meccanismi si intendono quell'insieme di processi attraverso i quali gli impulsi dati si trasmettono all'economia reale, inducendo reazioni nei comportamenti, nei singoli agenti e nelle variabili macroeconomiche aggregate. Esistono diversi approcci per spiegare i meccanismi di propagazione degli impulsi di politica monetaria, tra i quali: il canale del tasso d'interesse, il canale del tasso di cambio, le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie e infine il canale creditizio.

Il canale tradizionale di trasmissione della politica monetaria si basa sulle variazioni del tasso d'interesse indotta da una manovra delle autorità. La politica monetaria può influenzare i tassi di mercato direttamente, manovrando i tassi ufficiali, o intervenendo sui mercati attraverso l'acquisto e la vendita dei titoli.

Tipicamente gli interventi hanno effetto sui tassi a breve del mercato monetario, ma gli effetti reali dipendono da tassi reali a lungo termine. Per comprendere meglio il meccanismo di trasmissione bisogna capire come variazione dei tassi nominali a breve, inducano variazioni dei tassi reali a lungo termine. A questo scopo ci sono due tipologie di approccio:

- Approccio strutturale di portafoglio, secondo il quale la trasmissione di politica monetaria dipenderà dal grado di sostituibilità tra le attività e dal modo in cui la politica monetaria è stata effettuata. Ad esempio vediamo gli effetti di una politica monetaria espansiva (quella maggiormente citata in questa in seguito alla tipologia di fenomeno qui esaminato): con un'operazione di mercato aperto di acquisto titoli contro moneta, la banca centrale impatta sugli equilibri del mercato monetario ed obbligazionario. La maggior quantità di moneta per essere detenuta, necessita di una diminuzione del rendimento delle obbligazioni (coerente con l'acquisto dei titoli). Tuttavia stante la sostituibilità tra B e K, la riduzione del rendimento delle obbligazioni causerà un aumento della domanda di attività rappresentative di attività reali, riducendo il fattore r_k .

In questo caso la politica monetaria riducendo il costo del capitale, influenzerebbe le decisioni di investimento delle imprese e produrrebbe quindi effetti reali sulla domanda aggregata e sul reddito.

- Struttura a termine dei tassi d'interesse (curva dei rendimenti)-la relazione esistente tra la scadenza del titolo ed il rendimento offerto prende il nome di curva dei rendimenti o struttura a termine dei tassi d'interesse. Tale curva assume vari andamenti, tuttavia sono verificati in particolare tre regolarità empiriche:
 1. I tassi sui titoli a diversa scadenza tendono a muoversi nella stessa direzione del tempo;
 2. Quando i tassi a breve sono bassi, è più facile che la curva sia inclinata positivamente, quando sono alti, è più facile che la curva abbia inclinazione negativa;
 3. Normalmente la curva dei rendimenti è inclinata positivamente.

La più nota struttura a termine dei tassi d'interesse è la cosiddetta teoria delle aspettative, la quale afferma che il rendimento di un titolo a lungo termine dovrebbe eguagliare la media dei rendimenti (che i risparmiatori si aspettano di ottenere da un'obbligazione) offerti nello stesso periodo da una serie di titoli a breve.

La regola empirica secondo cui i tassi sui titoli a lungo termine siano più alti ,è spiegata dalla preferenza degli agenti per la liquidità. Ne deriva quindi che titoli con scadenze sempre maggiori prevedono un premio per la liquidità crescente.

CAPITOLO 2

Lo studio dei fattori volti a determinare le scelte da parte degli agenti di detenere moneta è fondamentale per il tipo di economia da noi esaminato, poiché questo costituisce un tassello necessario per la comprensione dei meccanismi di trasmissione dalla politica monetaria alla economia reale. In questo capitolo, verranno inoltre descritte le principali teorie economiche per spiegare la domanda di moneta sia a livello microeconomico che dell'intero sistema economico. Per comprendere le diverse teorie riguardanti la domanda di moneta è necessario porre l'accento sul significato di moneta e in particolar modo sulla "Seconda Triade" composta da movente transattivo, movente precauzionale e movente finanziario-speculativo (strettamente connessa alla prima) concernente le motivazioni determinanti per la scelta della domanda di moneta da parte degli agenti. La moneta, permette di eseguire transazioni immediate e, storicamente, dalla "moneta merce" costituita da conchiglie, sale, e metalli preziosi si è giunti alla moderna "moneta segno" che presenta due connotazioni importanti: l'assenza di valore intrinseco (a differenza della moneta merce) e la non convertibilità in alcuno strumento dotato di valore intrinseco.

Un' ulteriore distinzione è da considerarsi tra moneta legale (le banconote emesse dalla banca centrale e la moneta divisionaria) che, per legge, assume potere liberatorio nei rapporti di debito-credito originatisi negli scambi e moneta fiduciaria, accettata come contropartita nelle transazioni solo sulla base di un presupposto di fiducia tra le parti (ad esempio l'assegno bancario). Sono considerati anche gli aggregati monetari che empiricamente definiscono degli strumenti che in qualche modo svolgono le funzioni della moneta.

John Hicks stabilisce quali siano le funzioni della moneta nella nota "prima triade" dell'economia monetaria e sono: "Riserva di Valore" che, in quanto tale rappresenta un mezzo per trasferire il potere d'acquisto dal presente al futuro. Pur incorporando questa funzione, essa non è una riserva di valore "perfetta", in quanto a parità di detenzione di moneta in due periodi differenti, all'aumentare dei prezzi la quantità di beni che si possono acquistare diminuisce.

Nonostante l' "imperfezione" la moneta permette agli uomini di poterla scambiare, in futuro, con beni e servizi attraverso questo potere d'acquisto la moneta è considerata come un'attività finanziaria in concorrenza con un'ampia gamma di altri strumenti (obbligazioni di varia scadenza, quote di fondi comuni di investimento, polizze assicurative vita a capitalizzazione e via dicendo) che costituiscono un'ampia scelta di risparmio per operatori economici.

La seconda funzione della moneta è quella di "unità di conto" e rappresenta il termine in cui si esprimono i prezzi, rifacendosi alla definizione microeconomica di "prezzi relativi" ovvero il prezzo di un bene espresso in termini di un altro bene. Si intuisce immediatamente che ci si trova in un'economia monetaria, cioè in un'economia in cui gli scambi avvengono contro moneta, rappresentando questo un sistema economico alternativo a quello del baratto (puro scambio di beni) in cui la necessità di una duplice coincidenza di bisogni e beni renderebbe la tecnologia della transazione molto costosa. La moneta si configura come un "bene" universalmente accettato negli scambi, semplificandone la tecnologia e riducendone i costi.

La facilità con cui questo "bene" preso in esame riesca ad essere convertito in beni e servizi è definita liquidità e rende più semplice l'esecuzione di transazioni indirette.

La quantità di moneta disponibile è detta OFFERTA DI MONETA ed è controllata dallo Stato, il quale, tutelato da vincoli legali, detiene il monopolio di stampa delle banconote. Definito questo si può comprendere che l'offerta di moneta rappresenti uno strumento di politica economica e il controllo esercitato su di essa è definito dalla politica monetaria.

Tutta questa iniziale esposizione riguardante le differenti accezioni di moneta è stata sviluppata perché ognuna delle teorie sulla domanda di moneta esaminate ne riprenderanno alcune, escludendo le altre.

La funzione di riserva di valore è alla base della teoria keynesiana della "preferenza per la liquidità" sviluppata nell'ambito della teoria della scelta di portafoglio e mossa da un fine "finanziario-specuativo".

Il prezzo della moneta si configura ,come *costo-opportunità* in seguito al minore rendimento derivante dalla moneta rispetto alle altre attività finanziarie. Il minore rendimento è però compensato dalla forte liquidità offerta ai suoi possessori(preferenza per la liquidità).Tra gli aggregati monetari si può quindi distinguere la moneta più liquida(banconote e assegni bancari)da altre forme che sempre di più si avvicinano ad attività finanziare “non monetarie” (depositi vincolati,certificati di deposito e altri titoli presenti nel mercato monetario).

Il meccanismo di trasmissione di Keynes della politica monetaria funziona in maniera indiretta attraverso una serie di effetti di sostituzione che avvengono sui mercati finanziari.

Una politica monetaria espansiva (come è stato visto)è quindi in grado di abbassare i tassi d'interesse favorendo investimenti e alcune forme di consumo incentivando in questo modo produzione e domanda aggregata.

Sono comprensibili quindi le enormi difficoltà nell'accettazione di una rigorosa definizione della moneta e di un unico modello economico.

Ancora oggi risulta complesso argomentare l'integrazione tra teorie monetarie e modelli di equilibrio generale a lungo termine.

Molti economisti teorici accettano la presenza della moneta nell'economia come convenzione utile,ma non necessaria,escludendo così l'esistenza di teorie monetarie.

Tema centrale della “rivoluzione” Keynesiana è che la moneta oltre alle funzioni di mezzo di pagamento e di misura del valore ,svolga anche la funzione di riserva del valore,inserendosi così nell'insieme delle tante attività finanziarie che affiancate a quelle reali si rendono disponibili agli agenti economici per allocare le proprie risorse. La moneta comunque,pur entrando in un rapporto competitivo con le altre attività,mantiene la sua proprietà(detentuta in misura decisamente minore da molte altre attività finanziarie) di essere *liquida*,immediatamente utilizzabile,spendibile per la risolvere transazioni di ogni genere. E' proprio questa suo elemento caratterizzante il motivo che spinge gli agenti economici ad

optare per un'attività priva di rendimento o a fronte di tassi di rendimento meno elevati rispetto alle concorrenti attività. Il differenziale di rendimento a cui si rinuncia decidendo di detenere disponibilità in forma di saldi monetari, si può considerare come il prezzo da pagare per godere dei benefici della moneta (costo – opportunità).

Bisogna comunque tener presente che le differenti scelte allocative vengono realizzate dagli agenti dopo aver considerato vari e importantissimi elementi quali: la redditività e la rischiosità dell'investimento, la certezza del valore nominale e reale dell'attività esaminata, trasferibilità e costo di trasferimento. In quest'ottica la moneta si configura come facile e rapida da trasferire, a costo zero e garantisce il valore nominale delle somme investite. Rappresenta quindi un investimento con rischiosità bassissima ma non garantisce il valore reale perché nel corso del tempo potrebbe perdere il suo potere d'acquisto (causa inflazione o redditività bassa).

Keynes tratta questo argomento nel capitolo 15 della sua *“Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta”*, introducendolo anche nel capitolo 13 de *“La teoria generale del tasso d'interesse”* sostenendo che il tasso d'interesse non è “premio per il risparmio” (definizione riconducibile alla teoria quantitativa della moneta di Irving Fisher in cui la moneta è vista solo come nella funzione di intermediario degli scambi), ma rappresenta il costo-opportunità per la detenzione di moneta a scapito dell'acquisto di titoli, immobili o altre attività finanziarie e reali fruttifere. Al movente transattivo –precauzionale, si aggiunge quello speculativo, volto alla massimizzazione del vantaggio derivante dall'allocazione ottimale della propria ricchezza tra la liquidità, attività finanziarie e attività reali disponibili sul mercato. La scelta tra i due modi di conservare la ricchezza è quindi determinata dal tasso d'interesse.

Ciò che un individuo ritiene accadrà al tasso d'interesse dipende dalla relazione tra il “tasso d'interesse corrente” e quello che egli considera “normale” (assumendo che ciascun individuo abbia una propria idea su quale sia il livello “sicuro o normale” del tasso d'interesse). Per ogni individuo che ha delle aspettative rispetto al livello futuro del tasso d'interesse, esisterà un livello

corrente tale che è prevista una perdita in conto capitale in grado di controbilanciare esattamente il reddito da interesse derivante dal possesso di titoli. Questo particolare livello del tasso corrente è il *tasso critico* dello speculatore; se il tasso corrente è uguale al tasso critico lo speculatore è indifferente tra moneta e titoli.

Indichiamo il tasso corrente con i , e quello normale a cui lo speculatore si aspetta che ritorni il tasso corrente per la fine dell'anno con i_e .

I guadagni o le perdite in conto capitale, indicati con g , derivanti dal possesso di titoli, sono:

$$g = (i/i_e) - 1$$

Il tasso critico dello speculatore i_c , in base a quanto appena affermato, sarà dato da $i + g = 0$, per cui sostituendo al posto di g e risolvendo per i_c si ottiene:

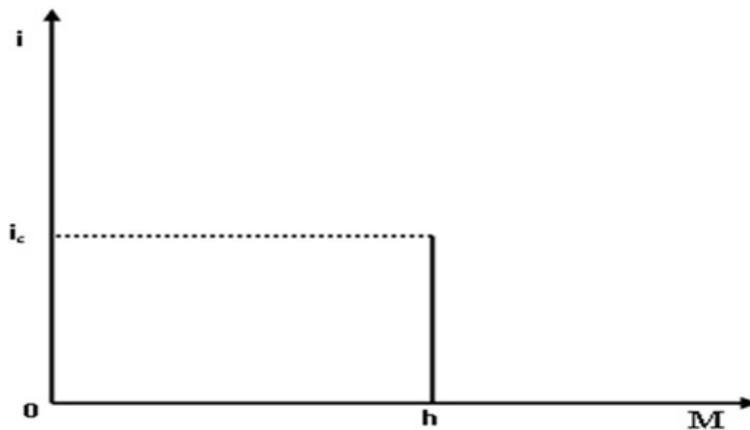
$$i_c = (i_e / 1 + i_e)$$

Gli speculatori investano le loro disponibilità a scopo speculativo o in moneta o in titoli.

Ai tassi correnti superiori a quello critico, il possesso di titoli offrirà un reddito positivo ($i + g > 0$) e quindi tutte le disponibilità a scopo speculativo si riversano sui titoli.

Ai tassi correnti d'interesse inferiori al livello critico, il possesso di titoli offrirà un reddito negativo ($i + g < 0$) e tutte le disponibilità a scopo speculativo si riversano sulla moneta.

LA CURVA DI DOMANDA SPECULATIVA INDIVIDUALE

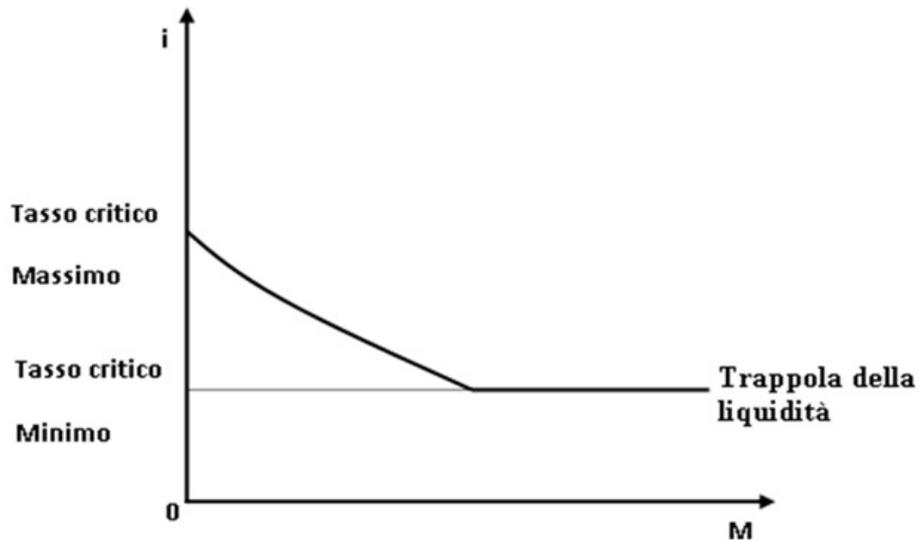


Diversi individui avranno un differente punto di vista relativamente a quale sia il tasso normale d'interesse e quindi avranno dei tassi critici diversi.

Tutti coloro il cui tasso critico è inferiore al tasso di interesse corrente investiranno le proprie disponibilità a scopo speculativo in titoli e non in moneta.

Tutte coloro il cui tasso critico è superiore a quello corrente investiranno le loro disponibilità nella moneta e non in titoli.

Più alto sarà il tasso corrente, maggiore sarà il numero di persone che hanno tassi critici inferiori ad esso e minore sarà la quantità di moneta destinata a scorte di tipo speculativo.



Al diminuire del tasso corrente d'interesse, maggiore è il numero delle persone che vorranno tenere tutte le loro scorte a scopo speculativo sotto forma di moneta, credendo che il tasso d'interesse crescerà abbastanza rapidamente da causare una perdita in conto capitale superiore al reddito da interesse derivante dal possesso di titoli.

Esisterà quindi un livello abbastanza basso del tasso corrente – il tasso critico minimo della collettività – al quale tutti desidereranno possedere moneta. Scatterà infatti un meccanismo psicologico in base al quale, nonostante l'aumento dell'offerta di moneta da parte delle autorità monetarie, il tasso d'interesse non discenderà ulteriormente. A questo livello critico nessun operatore crederà ad un ribasso del tasso, e domanderanno tutta la moneta offerta senza opporre alcuna resistenza. Inoltre anche al di sopra del tasso critico, la politica monetaria non è molto efficace, perché nella teoria keynesiana titoli e moneta sono sostituti stretti, cosicché variazioni dell'offerta di moneta avranno comunque poca efficacia nell'influenzare il tasso d'interesse. Si arriverà nel punto in cui il tasso (critico) è

così basso che tutti gli agenti decideranno di detenere moneta, perché attendono in futuro un aumento dei tassi cadendo nella “*Trappola della liquidità*”.

A questo tasso d'interesse infatti, la domanda di moneta diventa infinitamente elastica nel senso che, qualunque sia la quantità di moneta disponibile a scopo speculativo, sarà tutta assorbita e mantenuta oziosa implicando la trappola della liquidità. Abbiamo analizzato i tre motivi per cui, secondo Keynes, si detiene moneta.

Egli ha indicato con il simbolo M_1 la quantità di moneta tenuta a scopi transattivi e precauzionali, con il simbolo M_2 , la quantità tenuta per scopi speculativi.

Analogamente a questa divisione esistono due funzioni della liquidità: L_1 e L_2 . L_1 dipende dal livello di reddito Y , L_2 dal tasso d'interesse. Quindi:

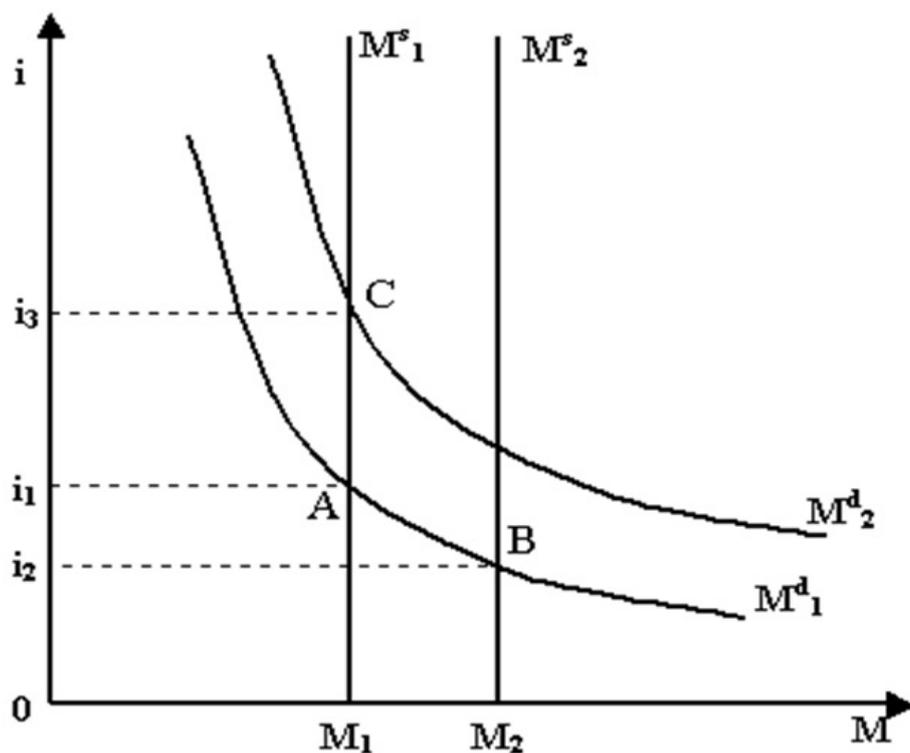
$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(i)$$

possiamo dedurre quindi che i punti fondamentali della teoria keynesiana sono:

- Instabilità della funzione della preferenza per la liquidità
- Domanda di moneta elastica al tasso di interesse.
- Instabilità della velocità di circolazione della moneta.
- Alternativa moneta o titoli.

L'equilibrio sul mercato della moneta e la determinazione del tasso d'interesse nello schema Keynesiano

$$M^d = M^d(Y, i)$$



La tradizione neoclassica, le sue rielaborazioni da parte di Milton Friedman e i monetaristi invece enfatizzano la funzione della moneta come “mezzo di pagamento”. In quest’ottica il suo valore è dipendente dal potere d’acquisto di una unità di moneta ed è misurato come l’inverso del livello generale dei prezzi (è quindi privilegiata la teoria quantitativa della moneta). In questo caso il meccanismo di trasmissione della politica monetaria si attua direttamente in seguito alla maggiore capacità di spesa indotta nell’economia dall’espansione dei mezzi monetari.

Sino al raggiungimento del livello massimo della capacità produttiva, la politica monetaria è in grado di stimolare l’attività economica e di produrre effetti reali. In situazione di equilibrio, la moneta assume carattere neutrale e la politica monetaria è in grado di influenzare unicamente le variabili nominali (prezzi)

Lo studio delle determinanti della scelta di detenere moneta da parte degli agenti è fondamentale per l’economia monetaria ,costituendo un anello essenziale per la

comprensione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria all'economia reale. Di seguito sono descritte le principali teorie economiche per spiegare la domanda di moneta sia a livello microeconomico, che dell'intero sistema economico.

La teoria quantitativa della moneta (neoclassica)

Questa teoria mette in risalto la funzione della moneta quale mezzo di pagamento. Secondo questa teoria, gli agenti domandano moneta per far fronte alla mancata sincronia, nel mondo reale, tra incassi e pagamenti, perché se questi coincidessero nessuno troverebbe convenienza a detenere moneta nella veste di circolante a causa dell'assenza di rendimenti (costo-opportunità della moneta e preferenza per la liquidità). La domanda di moneta dipenderà quindi da due tipologie di fattori:

- Fattori istituzionali-comportamentali: ad esempio l'intervallo esistente tra due incassi successivi e le abitudini di spesa degli agenti nel periodo intercorrente tra i due incassi,
- Fattori economici: reddito ricevuto, quantità di acquisti che si desidera effettuare;

la domanda di moneta nel periodo considerato viene calcolata considerando la media dei saldi monetari detenuti nello stesso periodo a causa dei differenti pagamenti effettuati giornalmente.

Della teoria quantitativa esistono diverse formulazioni, ma due hanno particolare importanza:

- equazione degli scambi di Irving Fisher- una teoria che parte da un'identità contabile secondo cui:

$$M \cdot V = P \cdot T$$

Dove M è la quantità di moneta in circolazione; V è la velocità di circolazione della moneta, ossia rappresenta il numero di volte che in media ogni unità di moneta circola all'interno del sistema economico nell'unità di tempo.

L'assunzione di Fisher inerente alla velocità, è che essa sia costante, in quanto almeno nel breve termine, dipende da fattori che non variano.

P rappresenta invece l'indice del livello generale dei prezzi, mentre T è l'ammontare di transazioni. Anche T è costante in quanto corrisponde alla quantità di transazioni corrispondenti alla produzione naturale dell'economia (in condizioni di pieno impiego).

Quindi un aumento di M, con V e T costanti, si scarica necessariamente in un proporzionale aumento dei prezzi. L'inflazione risulta un fenomeno di natura esclusivamente monetaria. Ciò significa che il tasso d'inflazione coincide con il tasso di crescita della moneta. Da cui

- La domanda reale di moneta (M/P) corrisponde al rapporto tra T e V risultando rigida rispetto al livello dei prezzi;
- La domanda nominale di moneta (M) dipende dal livello dei prezzi o dal suo reciproco ($1/P$) dato che il valore della moneta è identificabile con il potere d'acquisto di una unità di moneta.

I limiti della teoria fisheriana derivano dal fatto che il sistema economico non sia sempre caratterizzato da condizioni di piego e che la velocità di circolazione non è costante. Inoltre la relazione di lungo periodo tra moneta e prezzi è una delle poche regolarità empiriche forti dell'economia monetaria.

Un'altra formulazione della teoria quantitativa la dobbiamo a Pigou il quale ha elaborato la teoria dell'"equazione delle scorte". Quest'ultima determina la domanda di moneta derivandola dalla massimizzazione, da parte degli agenti di una funzione di utilità, tra i cui membri appare la moneta.

$$M^d = kPY$$

La domanda di moneta dipenderà dal reddito monetario ($P*Y$) mentre k è collegato all'utilità marginale della moneta, esprime la frazione di reddito monetario che gli agenti desiderano detenere sotto forma di scorte.

Più moneta viene detenuta in media, meno velocemente essa circola. Se la domanda di moneta aumenta, diminuisce l'utilità marginale di detenere saldi monetari aggiuntivi.

La domanda di Pigou conduce ad una versione più moderna della teoria quantitativa della moneta; non assume k come costante e la domanda di moneta viene derivata nell'ambito di un processo di scelte razionali degli agenti.

Le preoccupazioni economiche e finanziarie legate alla grande crisi degli anni trenta, e l'avvento della rivoluzione keynesiana hanno, certamente, avuto il pregio di demolire le certezze dello schema concettuale dell'antica teoria quantitativa, in particolare, il suo universale carattere tautologico. Il modello keynesiano, infatti, ha segnalato, da un lato, come il raggiungimento della situazione di piena occupazione, che generalmente si accompagnava alla formulazione dell'impostazione quantitativa, fosse un evento irrealistico (grazie alla dimostrazione dell'esistenza di un equilibrio durevole di sottoccupazione) e, dall'altro, come la velocità di circolazione della moneta non costituisse un fattore costante, ma presentava un'accentuata instabilità.

In questa prospettiva, inoltre, l'elaborazione della successiva dottrina keynesiana ha fornito diversi contributi per provare, sul piano operativo della politica economica, l'irrelevanza e l'inefficacia degli interventi monetari, volti a rianimare un'economia colpita dalla disoccupazione. Il periodo immediatamente successivo al secondo conflitto mondiale, infatti, caratterizzato dal pericolo dell'ingente massa del disavanzo pubblico da amministrare e dal timore di gravi depressioni, in seguito alla difficoltà di riconversione dell'industria bellica, segnò, naturalmente nei paesi anglosassoni, l'affermazione di una politica denominata "cheap-money" (moneta-facile); il mantenimento di questa situazione significava circoscrivere allo strumento fiscale le concrete possibilità di manovra e di regolazione dell'economia.

La rinascita culturale di una teoria quantitativa, che potesse rivaleggiare con il predominio della concezione keynesiana, richiedeva perciò un'innovativa formulazione della domanda di moneta, che fronteggiasse le obiezioni dei keynesiani e fosse dotata, soprattutto, di un adeguato supporto teorico.

La sfida lanciata da Keynes, a proposito delle caratteristiche peculiari che determinano la domanda di moneta, fu raccolta, difatti, dall'economista Milton Friedman, che offrì la più raffinata rievocazione della teoria quantitativa, ponendo al centro della sua costruzione, l'esistenza di una relazione funzionale stabile tra la

stessa domanda di moneta e un numero limitato di variabili, tra cui assume particolare rilievo il concetto di reddito permanente.

Il lavoro di Friedman parte dall'enunciazione di una funzione di domanda di moneta, definita a livello microeconomico. Secondo il celebre economista, la moneta rappresenta un tipo di attività patrimoniale, ossia un modo di detenere ricchezza, in quanto serbatoio, nel tempo, di potere d'acquisto per il consumatore, ed anche fonte di servizi produttivi per le imprese, in concorrenza con le attività finanziarie e i beni capitali fisici. La determinazione della quantità di moneta, sollecitata dalle esigenze del pubblico, risulta stabilita dalle implicazioni della teoria generale della scelta, vale a dire uguagliando l'utilità dei rendimenti marginali attesi dalle diverse forme che può assumere la ricchezza.

I fattori da cui dipende la domanda di moneta, quindi, saranno:

1. La ricchezza totale, che costituisce il vincolo di bilancio dell'operatore.
2. I gusti e le preferenze dell'operatore, che individuano la sua funzione d'utilità.
3. Il rendimento delle varie componenti la ricchezza, cioè quello della moneta e delle altre attività alternative, ivi compresi i beni fisici.

In pratica, secondo il pensiero di Friedman la domanda di moneta del pubblico è funzione della ricchezza e dei rendimenti sulle attività finanziarie e reali alternative alla moneta, nella composizione del portafoglio. In quest'ottica, il modello di Friedman presenta elementi di affinità, quali il concetto di moneta adottato e l'indicazione dei parametri rilevanti per la determinazione della sua domanda di moneta, con il metodo d'analisi seguito dalla teoria dell'approccio di portafoglio. Friedman cercò di proporre una riconsiderazione della teoria monetaria neoclassica alla luce della nuova teoria keynesiana che introduceva il tasso d'interesse tra le determinanti della domanda di moneta. Nel 1956 riconduce la domanda di moneta a una domanda di una qualunque attività che offra un flusso di servizi derivanti dalla detenzione di attività alternative alla moneta. Pertanto, dato un vincolo di bilancio costituito dalla ricchezza, la domanda di moneta dipende dal suo prezzo, dal prezzo dei suoi sostituti più prossimi e dalle preferenze dei soggetti, quindi

$$M^d = f(W, P_M, P_S, u)$$

- P_M, P_S indicano rispettivamente il prezzo della moneta e dei suoi sostituti;
- u indica i gusti del pubblico;
- W rappresenta la ricchezza che per Friedman include anche i flussi futuri del reddito ed è quindi pari al valore attuale del reddito permanente.

Le principali attività alternative alla moneta sono azioni, obbligazioni e le attività reali.

Infine Friedman considera anche la ricchezza non umana come capitale umano ed è indicato con la lettera h (la quota di ricchezza non umana sul totale)

La domanda di moneta in definitiva può essere espressa come:

$$M^d = f(P; i_T; i_k; 1/P * dP/dt; h; Y^P; u)$$

L'equazione della domanda di moneta di Friedman rappresenta un'estensione della domanda Keynesiana ma con due differenze importanti:

1. Mentre in Keynes la moneta è sostituibile solo con attività finanziarie, in Friedman presenta un elevato grado di sostituibilità sia con le attività finanziarie che con quelle reali
2. La velocità di circolazione, è funzione stabile di alcune variabili e quindi ha un andamento prevedibile. Pertanto gli effetti di variazioni della quantità di moneta possono essere stimati e conosciuti in anticipo.

Nella visione Keynesiana invece, la domanda di moneta dipende dalle aspettative dei soggetti che sono volatili, per cui il grado di preferenza per la liquidità dei soggetti e la posizione della curva di domanda di moneta sono incerti. Ne consegue che la velocità di circolazione della moneta non è costante come sostenuto dai neoclassici, ma variabile in seguito alle aspettative dei soggetti. Questo implica che ad un'identica quantità di moneta offerta possono corrispondere diversi tassi d'interesse d'equilibrio; di qui l'opposizione dei keynesiani ad introdurre regole fisse per la conduzione della politica monetaria.

Pertanto, l'aspetto cruciale della contrapposizione tra i moderni keynesiani e i monetaristi risiede, sia nell'introduzione da parte di Friedman dell'ipotesi che la domanda di moneta sia una relazione stabile, che nella particolare definizione che

egli dà di moneta e dei suoi rapporti di sostituzione con gli altri strumenti finanziari e monetari e con le attività reali.

Secondo il pensiero di Friedman, quindi, solo partendo dalla circostanza che la domanda di moneta sia assunta stabile e facilmente prevedibile dalle autorità si possono annunciare, con sicurezza, gli effetti delle variazioni dello stock di moneta sul reddito nominale e sul livello generale dei prezzi. In caso contrario, anche supposto che si possa controllare la crescita degli aggregati monetari, la relazione tra moneta e reddito nominale diventa imprecisa.

Un'elasticità della domanda di moneta rispetto al reddito nel lungo periodo superiore all'unità, conduce a qualificare la moneta come un bene di lusso. La giustificazione di questo assunto discende da due ordini di motivi. La prima ragione risiede nel fatto che essendo la moneta un'attività patrimoniale o un bene durevole, il flusso di servizi, che essa fornisce, diviene accessibile solo a partire da determinati livelli del reddito. Di conseguenza, a bassi livelli di reddito è il movente delle transazioni ad essere prevalente nella domanda della moneta; mentre al crescere del reddito, l'utilità di possedere moneta si manifesta per esaltare lo scopo precauzionale e speculativo.

La seconda causa si fonda sulla circostanza che la domanda di moneta dipenda positivamente dal rapporto w (ricchezza umana e non umana) e ciò, a sua volta, sale al crescere del reddito, facendo aumentare più che proporzionalmente la stessa domanda di moneta.

La prevalente autonomia delle decisioni delle autorità monetarie nel fissare rigidamente l'offerta di moneta, rispetto alle esigenze del pubblico e al comportamento del sistema bancario e, quindi, la possibilità di considerare esogena la funzione di offerta di moneta, ossia indipendente dalle altre forze che influenzano la domanda.

La scuola monetarista ritiene che il tasso di variazione dell'offerta di moneta possa essere utilizzato come indicatore primario, utile per comprendere l'impatto dell'azione della politica monetaria sul sistema economico.

In questo senso possiamo leggere le parole di Friedman:

“in via di principio, il maggiore o il minor grado di restrizione dipende dal tasso di

variazione della quantità di moneta offerta confrontato con un tasso di variazione della quantità domandata, escludendo gli effetti sulla domanda provenienti dalla politica monetaria. Tuttavia, empiricamente, la domanda è altamente stabile, se escludiamo l'effetto della politica monetaria, così è sufficiente, in generale, riferirsi solamente all'offerta".

CAPITOLO 3

L'idea di trappola della liquidità ebbe origine durante la Grande depressione e, ancora oggi, a quasi un secolo di distanza, gli economisti continuano a discutere sulle cause della drammatica recessione economica. Questo triste periodo rappresenta uno straordinario caso di studio per dimostrare come gli economisti utilizzino il modello IS-LM e per notare la derivazione del fenomeno oggetto di tesi da una particolare inclinazione orizzontale della curva rappresentate in settore monetario(LM).

Nel 1937 John Hicks formalizzò il sistema keynesiano elaborando uno schema che considera congiuntamente gli aspetti reali e quelli monetari. Questi predispose due curve ,la IS e la LL,che subirono nel dopoguerra delle rielaborazioni diventando IS e LM. Si parla di schema della curve IS-LM o della sintesi neoclassica-keynesiana.(Oggi lo schema è completato dalle curve AD-AS domanda aggregata e offerta aggregata).

Il modello unisce la rappresentazione del settore reale(curva IS) con quella del settore monetario(LM)e la dimostrazione di come si determina il reddito nazionale per ogni dato livello dei prezzi costituisce l'obiettivo del modello.

Si può considerare il modello IS-LM come uno strumento adatto allo studio delle motivazioni che provocano la variazione del reddito nel breve periodo assumendo i prezzi fissi;oppure si può considerare come uno strumento necessario a stabilire cosa faccia spostare la curva della domanda aggregata.

La curva IS e la curva LM costituiscono quindi le due componenti del modello

La prima sta per (I)investimenti e risparmio (S) e la sua curva rappresenta graficamente quel che accade nel mercato dei beni e dei servizi;

la seconda sta per (L) liquidità e (M) moneta e la curva descrive il comportamento dell'offerta e della domanda di moneta.

Il tasso d'interesse che influenza sia gli investimenti che la domanda aggregata e la variabile che relaziona le due componenti del modello.

L'equilibrio generale macroeconomico ,raffigurato dall'intersezione delle due curve,si ha quando i due mercati sono simultaneamente in equilibrio,vale a dire quando nel settore reale la domanda aggregata è uguale all'offerta di moneta. L'equilibrio è simultaneo in quanto i due mercati presentano variabili comuni, e dunque essi sono interdipendenti.

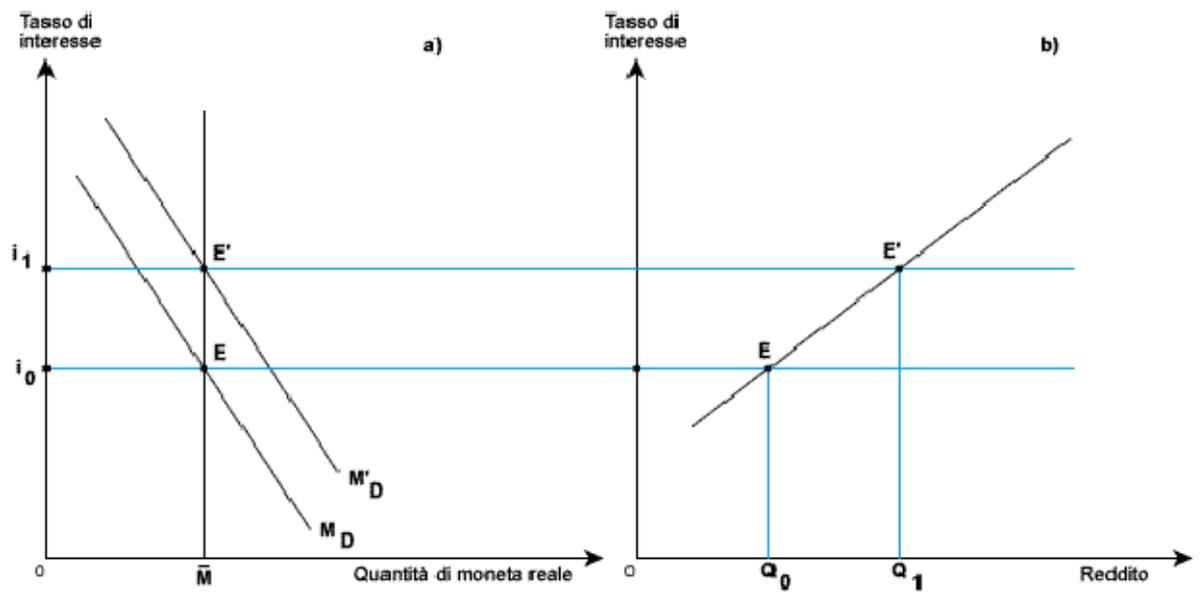
L'approfondimento del pensiero keynesiano da parte di Hicks parte dalla considerazione separata del mercato della moneta e del mercato dei beni, per poi arrivare a mettere insieme questi due mercati in un'unica rappresentazione grafica. Essa ha l'indubbio vantaggio di esaltare le conseguenze sul reddito d'equilibrio derivanti dalle variazioni che avvengono sia sul mercato monetario, sia su quello dei beni di consumo e d'investimento.

E' sufficiente sapere che la costruzione della curva IS, d'equilibrio sul mercato dei beni, parte dal grafico d'equilibrio , e passa per la rappresentazione della relazione inversa che c'è fra gli investimenti ed il tasso d'interesse.

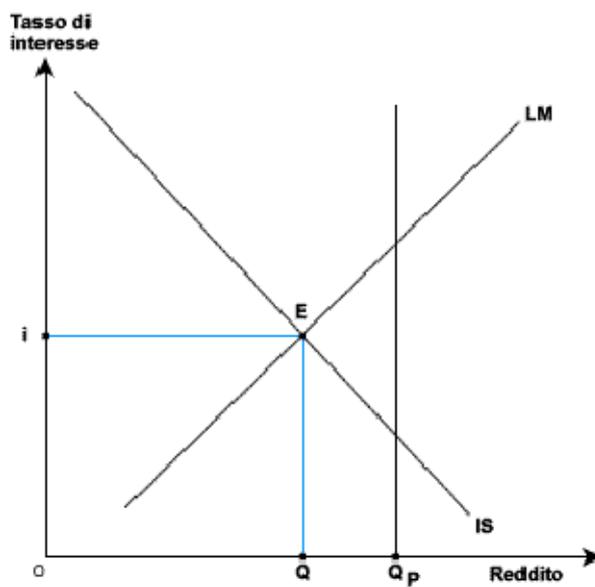
Fondamentale alla corretta esplicazione della *Trappola della liquidità* è l'analisi della curva rappresentante il settore monetario(LM) soffermandosi sulle ragioni degli spostamenti e del raggiungimento(talvolta) della forma orizzontale(quella rappresentante la Trappola della liquidità).

La curva LM rappresenta la relazione diretta tra tasso d'interesse e il livello del reddito che deriva dalla condizione di equilibrio del mercato dei saldi monetari.

$$M/P = L(i,Y)$$



Ciascuno dei punti sulla curva LM configura l'equilibrio, fra domanda ed offerta di moneta, per ogni livello del tasso d'interesse.



Mettendo insieme le due nuove curve IS e LM abbiamo un nuovo grafico, nel quale si evidenzia, all'intersezione delle curve IS e LM, l'equilibrio simultaneo del mercato monetario e del mercato dei beni.

Adesso, attraverso la relazione fra reddito e tasso d'interesse, è possibile individuare gli effetti sul reddito d'equilibrio, delle variazioni nel mercato monetario e finanziario (domanda di moneta, offerta di moneta da parte della Banca Centrale, ecc...) e delle variazioni nel mercato dei beni (consumo C, spesa pubblica G, ecc...) .

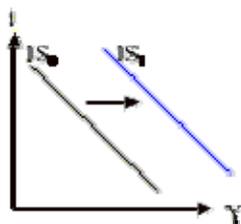
Si consideri il caso in cui la politica Fiscale è messa in atto dallo Stato facendo variare le tasse (T) o la spesa pubblica (G). Questa andrà ad influenzare direttamente la curva IS.

Si esamini il caso di una Politica Fiscale mirata ad indurre un aumento della domanda di beni e servizi. Questa viene posta in essere incrementando la spesa pubblica o riducendo le tasse

$$Y = C + I + G$$

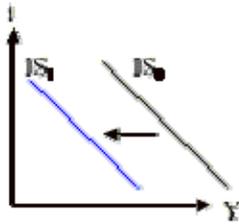
$$Y = C(Y-T) + I(r) + G$$

E' adesso più semplice notare che una riduzione della tassazione aumenta il reddito disponibile e di conseguenza aumenta il consumo; un aumento della spesa pubblica fa aumentare il reddito.



Una diminuzione delle tasse o un aumento delle spese statali comporta graficamente uno spostamento della curva IS verso destra

Grazie all'ausilio dell'equazione sopra citata si deduce facilmente la politica volta alla contrazione della domanda di beni e di servizi.(riduzione della spesa pubblica e aumento della tassazione)

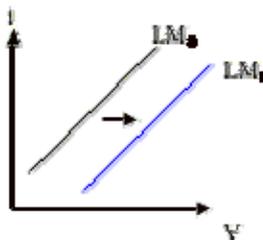


Un aumento delle tasse o una diminuzione delle spese statali comporta uno spostamento della curva IS verso

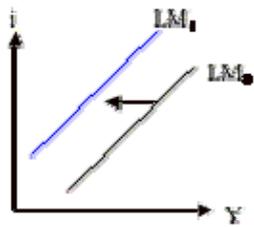
Come si è visto, il tasso d'interesse di equilibrio dipende dall'offerta dei saldi monetari reali ($M/P=L(i,Y)$). Questo significa che la curva LM è tracciata per una certa offerta di saldi monetari e quindi una loro variazione dettata da una manovra della Banca Centrale comporta uno spostamento della curva.

Possiamo ricorrere alla teoria della “preferenza per la liquidità”(che sarà esplicitata nel prosieguo del lavoro)per comprendere meglio il modo in cui la politica monetaria è messa in atto dalle autorità facendo variare la quantità di moneta presente sul mercato. Questa politica influenza direttamente la curva LM in due differenti maniere:

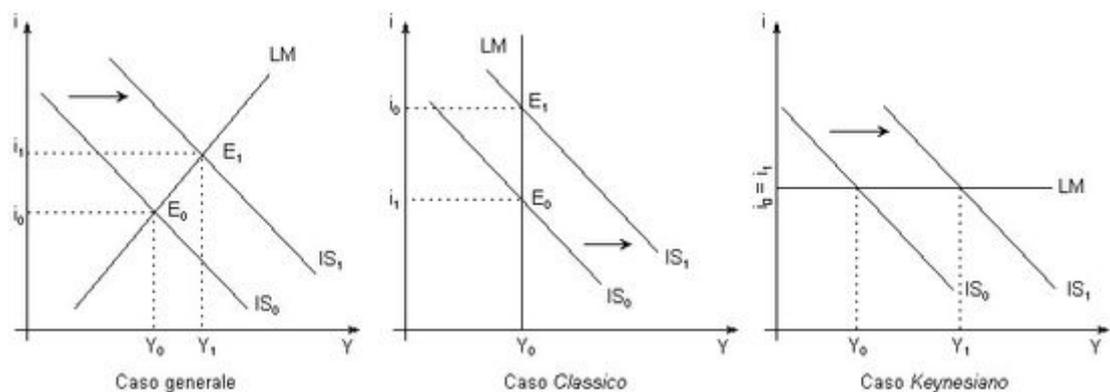
Un aumento della quantità di moneta comporta graficamente a uno spostamento della curva LM verso destra.



Una diminuzione di questa comporta graficamente a uno spostamento della curva LM verso sinistra.



A seconda delle ipotesi sul valore dei parametri che figurano nelle equazioni del modello, la politica fiscale produce effetti assai diversi, illustrati di seguito e in figura.



Al fine di illustrare tale conclusione, si consideri il caso di una politica fiscale *espansiva*, in cui cioè si aumenta la spesa pubblica per beni e servizi G . Ciò comporta, per quanto visto sopra, una traslazione verso destra della curva IS ; l'effetto netto sull'equilibrio dipende dall'interazione con la curva LM .

Una prima possibilità è che la curva LM abbia pendenza positiva; in tal caso l'aumento della spesa pubblica provoca un aumento del reddito nazionale (da Y_0 a Y_1) ma anche un aumento del tasso di interesse (da i_0 a i_1). Ciò provoca una parziale riduzione degli investimenti, il cui costo aumenta all'aumentare del tasso di interesse - si parla di *spiazzamento* (*crowding out*) degli investimenti; così che il reddito nazionale aumenta in misura minore rispetto a quanto avverrebbe in assenza di variazioni del tasso di interesse.

Questo primo caso è intermedio rispetto a due casi "estremi", associati ai punti di vista *classico* e *Keynesiano*, che si contrappongono nella teoria macroeconomica.

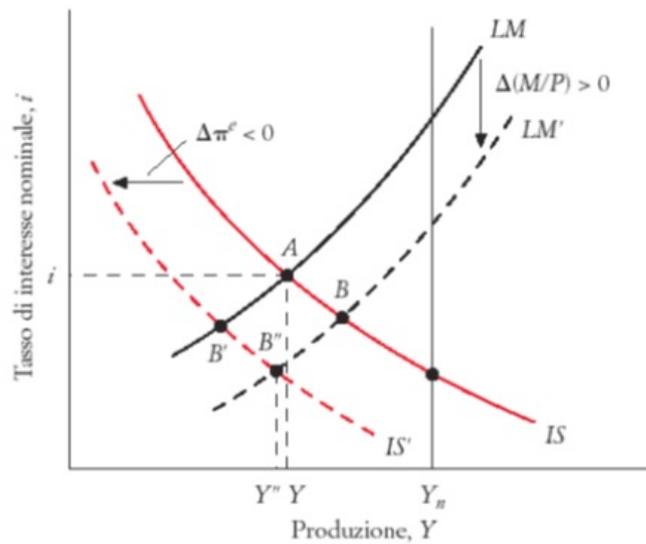
Il punto di vista *classico* è che la domanda di moneta sia insensibile a variazioni del tasso di interesse così che la curva LM è verticale. In tal caso una politica fiscale espansiva che trasli verso destra la curva IS non ha alcun potere di alterare il livello del reddito nazionale; l'intero effetto della politica fiscale si scarica infatti sul tasso di interesse, con il completo spiazzamento degli investimenti da parte della spesa pubblica.

L'ipotesi di *trappola della liquidità* assume che la curva LM è orizzontale. Questo perché la domanda di moneta è molto sensibile a variazioni del tasso di interesse, il mercato delle attività finanziarie sopporterà una qualunque iniezione di moneta senza che il tasso di interesse si modifichi. In tal caso, una politica fiscale espansiva non sortirebbe alcun effetto sul tasso di interesse, non dando dunque adito ad alcuno spiazzamento degli investimenti, e andando ad aumentare il livello del reddito nazionale.

Adesso si concretizzerà quanto finora spiegato.

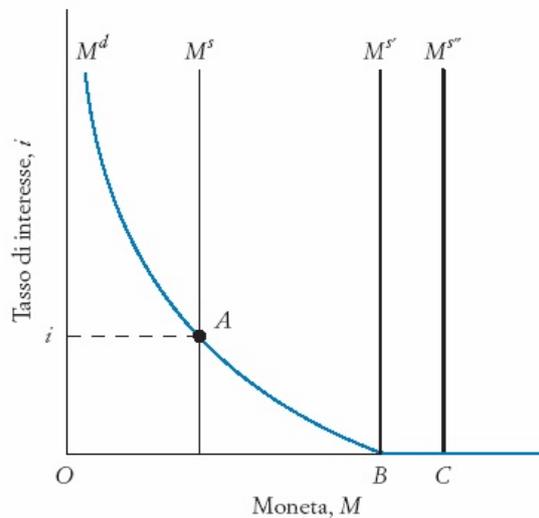
Assumendo una situazione in cui il livello di produzione risulti inferiore al suo livello naturale, il che provoca una diminuzione dell'inflazione, un aumento dei saldi monetari e uno spostamento verso il basso della curva LM. Supponiamo inoltre che la riduzione dell'inflazione comporti una riduzione di quella attesa, con la conseguenza di un aumento del tasso d'interesse reale che fa spostare la curva IS verso sinistra dando così un effetto ambiguo alla produzione.

Potrebbe accadere che la produzione diminuisca non convergendo al suo livello naturale; la recessione iniziale si trasforma in depressione con una produzione che continua a diminuire nel tempo piuttosto che raggiungere il suo livello naturale.



In questa circostanza, la Banca Centrale potrebbe attuare una politica monetaria *espansiva*, per evitare un'ulteriore diminuzione della produzione, ma esiste un vincolo dettato dall'impossibilità di ridurre il tasso d'interesse nominale (il tasso che conta nella domanda di moneta ed entra nella relazione LM) al di sotto dello zero.

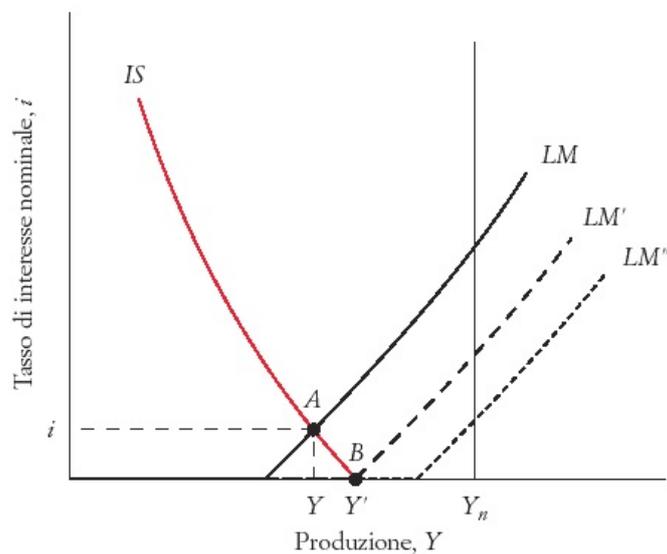
Se l'inflazione attesa è bassa o negativa (come è avvenuto in Giappone), il tasso d'interesse reale potrebbe non essere abbastanza basso da far uscire l'economia dalla recessione.



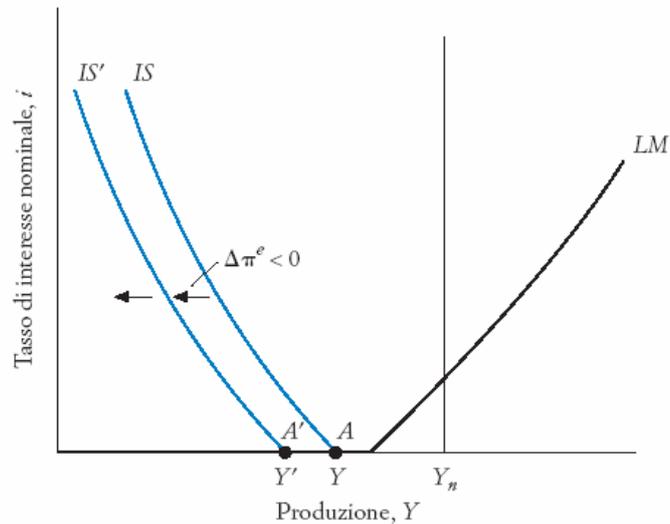
Quando il tasso di interesse nominale diminuisce fino allo zero ,gli individui dopo aver soddisfatto la domanda di moneta per scopi transattivi,sono indifferenti tra moneta e titoli.La domanda di moneta diventa orizzontale. Questo implica che a un tasso d'interesse nominale uguale a zero,ulteriori aumenti dell'offerta di moneta non hanno alcun effetto sul tasso d'interesse nominale.Nel grafico si nota che al diminuire di i ,gli individui detengono più moneta e meno titoli incrementando la domanda di moneta. Nel caso in cui i eguagliasse lo zero e le persone detenessero contante sufficiente ad effettuare le transazioni,saranno indifferenti tra detenere il resto della loro ricchezza finanziaria in denaro o in titoli in quanto entrambi avranno lo stesso rendimento nullo. Una volta che il tasso d'interesse raggiunge questo livello,la domanda d moneta diventa orizzontale rendendo inefficace la politica espansiva.

L'aumento della moneta fa cadere l'economia in una *trappola della liquidità* perché gli individui sono disposti a detenere più moneta(più liquidità) allo stesso tasso nominale.

Si desume quindi che quando il tasso d'interesse nominale eguaglia lo zero, l'economia cade in una trappola della liquidità. La Banca Centrale può quindi aumentare la liquidità aumentando l'offerta di moneta. Tale liquidità "cade" in una trappola perché la maggiore quantità di moneta è tenuta dagli individui allo stesso tasso d'interesse (nullo). Se a questo tasso la domanda di beni risulta ancora troppo bassa, allora la politica monetaria diventa inefficace e non può far nulla per riportare la produzione al livello naturale (Y_n).



Si può anche supporre un'economia in una trappola della liquidità in cui si presenti anche la deflazione. Il livello di produzione sia inferiore a quello naturale peggiora il problema della deflazione, che a sua volta fa aumentare ulteriormente il tasso d'interesse reale (r), comportando uno spostamento della curva IS ancor più verso sinistra. Questo ulteriore spostamento fa diminuire ancora la produzione che a sua volta incrementa maggiormente la deflazione entrando così in un patologico circolo vizioso.



Adesso, grazie al diagramma IS-LM, si ha la possibilità di valutare gli effetti, sul sistema economico, sia della Politica Fiscale che della Politica Monetaria.

L'opportunità di utilizzare una politica anziché l'altra è scelta che spetta ai governi del paese, in considerazione anche delle conseguenze che le soluzioni adottate comportano sul bilancio pubblico o, come vedremo, in termini d'inflazione.

L'ideale è un utilizzo contemporaneo degli strumenti di PE (cioè sia della PF che della PM), in modo da indirizzare l'economia verso gli obiettivi programmatici prefissati.

Solamente attraverso un mix di politica fiscale e monetaria è possibile raggiungere i livelli desiderati di produzione, senza grandi ricadute su altre grandezze economiche (come, p.es., l'aumento dell'inflazione o la riduzione degli investimenti).

CAPITOLO 4

Le due crisi economiche che saranno esaminate adesso, hanno come protagoniste due grandi potenze mondiali, il Giappone con la sua crisi degli anni '90 e gli Stati Uniti d'America con la crisi più moderna cominciata nel 2007.

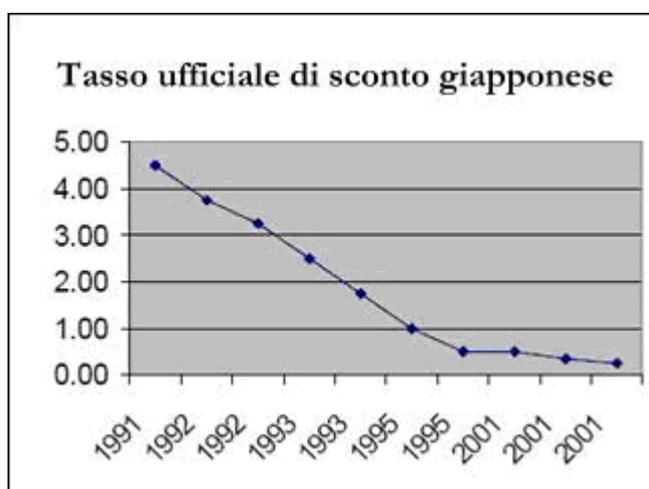
Punti in comune sono

- una sottovalutazione della crisi da parte delle maggiori autorità monetarie.
- la concessione eccessivamente benevola di prestiti non considerando con grande attenzione la possibilità di default del debitore.

Iniziata alla fine degli anni '80, la crisi giapponese condivide diverse caratteristiche con quella attuale, ma la differenza fondamentale è che allora ci si trovava di fronte a criticità principalmente confinate nel paese asiatico mentre la situazione attuale appare estesa ai maggiori paesi industrializzati e ha progressivamente contagiando l'intero sistema mondiale. Questa diversità è ovviamente estremamente rilevante, soprattutto in considerazione del ruolo giocato dagli scambi commerciali che nelle fasi più critiche hanno sostenuto un'economia fortemente provata in termini di domanda interna

La *keizaiteki kiki* (crisi economica) nipponica si verificò in seguito ad un florido ventennio (1950-1973) in cui la crescita annua media era del 10% raddoppiandola ogni sette anni. Eccetto una parentesi di rallentamento avuta tra il 1974 e il 1975 a causa di una crisi petrolifera internazionale, la crescita avvenne sempre a buoni ritmi sino ad arrivare al 1986 in cui vi fu il fenomeno della *bubble economy*, una speculazione sulle aree immobiliari e sul mercato azionario che arricchì moltissimi individui creando però diverse anomalie nel sistema, sino ad arrivare nel 1991 ad una crisi che trascinò il tasso di crescita allo 0,1% nel 1993. Le banche giapponesi si sono via via progressivamente esposte al rischio d'impresa, finanziando le attività delle aziende. E le imprese, dal canto loro, ricorrevano più frequentemente al finanziamento bancario che all'emissione di capitale e di azioni da quotare in borsa. Inoltre, le banche finanziavano anche i privati nell'acquisto di immobili e di beni di consumo durevole. All'inizio degli anni Novanta, però, con

la rivalutazione dello yen e con il conseguente rallentamento delle esportazioni, si innescò lo scoppio delle bolle speculative della borsa (con perdite di valori borsistici dell'ordine del 47%) e del mercato immobiliare. Le banche ridussero il credito alle imprese che, a loro volta, contrassero gli investimenti. Le famiglie, impoverite dalle perdite di borsa in cui avevano investito i loro risparmi e dal crollo dei valori immobiliari, non erano in grado di onorare i loro debiti e ridussero i loro consumi. Il sistema bancario giapponese si trovò esposto a molte insolvenze. Nel 1991 il tasso ufficiale di sconto giapponese era circa del 5%, mentre nel 1995 era sceso allo 0,7%. Da allora non ha più superato il punto percentuale.



Sebbene sia solo a metà degli anni novanta che si colloca la crisi finanziaria e bancaria nella sua fase più acuta, essa come abbiamo detto sviluppa la sua trama in realtà a partire dal 1990 ma rimane nascosta nel sistema bancario dalla pochezza dei controlli e della governance dell'industria e delle autorità. L'appellativo di "lost decade" che il decennio 1990-2000 ha meritato, trae origine soprattutto dalla percezione che la politica economica attuata nella gestione della crisi sia stata in sostanza fallimentare nel rispondere adeguatamente agli eventi (quando non addirittura controproducente) e che quindi il protrarsi e l'acuirsi della crisi sia da imputarsi in gran parte all'incapacità dei policy maker in termini di abilità, intensità e tempestività.

Inizialmente le autorità giapponesi sottovalutarono la crisi, negando anche che si trattasse di una recessione profonda e interpretandola come un semplice rallentamento.

Tra il 1992 e il 1995 furono applicate alcune politiche economiche che però non potevano avere effetto in quanto erano la causa della recessione stessa.

Il finanziamento pubblico indiscriminato aveva creato enormi debiti e messo in crisi il settore finanziario “accompagnandolo” sulle vie del fallimento.

Solo con il premier Koizumi Jun'ichiro eletto nel 2001 si cominciarono ad avere le idee più chiare sulla situazione del Paese, nonostante egli alimentò false speranze dichiarando la necessità di sacrifici da parte di tutti e promettendo riforme di stampo “neoliberista occidentale” per risanare l'assetto strutturale nipponico.

Le previsioni di Koizumi si rivelarono eccessivamente ottimiste nonostante il suo atteggiamento realista e pragmatico.

Si verificò una fase di temporaneo recupero dell'attività produttiva sostenuto soprattutto dalla politica fiscale che sfocia però in un'ulteriore fase recessiva che muove da una pesante crisi bancaria e dal susseguente credit crunch. Ad una prima risoluzione parziale dei problemi del sistema bancario segue, dal 2000, una nuova crisi legata al debito detenuto dalle corporation. E solo nel 2005 la situazione pare normalizzata, dopo le ultime nazionalizzazioni e fusioni che restituiscono un sistema bancario più concentrato, solido e controllato rispetto alla situazione iniziale. Questo decennio e più, è accompagnato da una deflazione che non è ancora ritenuta unanimemente concluso, nonostante tassi di crescita positivi dei prezzi nei mesi più recenti.

La crisi corrente appare sicuramente di più rapido sviluppo. Dalle prime avvisaglie del crollo dei subprime all'attuale crisi finanziaria non sono passati neppure due anni: sicuramente, come nella crisi giapponese, il tempo impiegato a dare una dimensione al problema è stato lungo, ma non come allora la gravità della crisi si è esacerbata in pochi mesi a partire da inizio estate fino ad arrivare ai

fallimenti, ai salvataggi eccellenti e al panic-selling sui mercati borsistici mondiali di questi giorni.

La simile situazione statunitense, testimoniata dalle parole del capo della Federal Reserve Ben Bernanke pronunciato il 9 settembre 2010 in cui ha ammesso di fronte alla Commissione di Inchiesta sulla Crisi Finanziaria del Congresso, che LaRouche aveva ragione e che egli aveva torto, quando, nell'estate 2007, l'economista sostenne che si era in presenza di una crisi generale da tracollo dell'intero sistema monetario-finanziario mondiale, una crisi che non era limitata agli Stati Uniti anche se politicamente su di essi si concentrava. In una conferenza internazionale tenuta il 25 luglio 2007, Lyndon LaRouche aveva dichiarato che il sistema finanziario-monetario mondiale si trovasse in un processo di disintegrazione e che solo un cambiamento repentino nel sistema avrebbe impedito un collasso nella forma di una reazione a catena di cui non si conosceva la rapidità ma si aveva la certezza della sua inarrestabilità.

Bernanke nel 2007 sosteneva che la crisi sarebbe rimasta contenuta basandosi su alcuni dati quali le perdite totali nei mutui subprime a tassi flessibili che erano enormi (si contano 300,400 miliardi di dollari), ma che rispetto alle cifre dei mercati finanziari (60 trilioni di dollari di valori in titoli sui mercati mondiali) rappresentavano una porzione esigua non comportando danno all'economia mondiale. Non riuscì a comprendere che i difetti e le debolezze del sistema finanziario avrebbero amplificato lo shock iniziale dei subprime e l'avrebbero trasformato in una crisi molto più importante. L'errore del presidente della FED ha condotto ad un "salvataggio" dei mercati finanziari con misure inflazionistiche, una politica sancita dai banchieri centrali a Jackson Hole, ma rinnovata con le ultime decisioni di politica monetaria. Prima la Federal Reserve (come riferito cfr *Strategic Alert Service* 35/10) ha annunciato nuove misure "non convenzionali" per continuare a rifornire le banche di liquidità; la BCE alla sua riunione mensile il 2 settembre ha annunciato delle misure a sostegno dell'emergenza fino al 2011 inoltrato.

Un'altra differenza è che mentre in Giappone nessuno studioso aveva intuito anticipatamente un disastro di tale portata, dimostrando gravosamente quanto gli economisti, sociologi e analisti sapessero ben poco del mondo che studiavano, negli USA questa crisi era stata annunciata da un economista di origine turca Nouriel Roubini. Ad egli dobbiamo una frase che rappresenta esattamente il contesto economico globale di questo triennio. "Quando gli Stati Uniti starnutiscono, il resto del mondo prende il raffreddore".

Egli soprannominato Mr Doom (Apocalisse, Dottor destino) è stato in grado già nel 2006 di parlare di una crisi (che scoppierà ufficialmente un anno più tardi il 15 settembre 2007) derivante dai mutui subprime e soprattutto dall'inclinazione dei consumatori americani ad utilizzare il rinnovo dei mutui-casa per sostenere i consumi.

In un convegno svolto nel 2006 al Fondo Monetario Internazionale (FMI) di Washington, Roubini sottolineò come una "minima indisposizione degli Stati Uniti avrebbe provocato un rallentamento del mercato immobiliare il quale avrebbe costituito un fattore chiave per innescare la recessione" (n.d.r. SOLE 24 ORE) aggiungendo inoltre che i consumatori degli Stati Uniti sono sfrenati nelle spese, spinti dai bassi prezzi del petrolio e dei tassi d'interesse, e molti utilizzano il rifinanziamento delle loro case come bancomat".

Roubini fece un parallelismo tra la situazione dell'autunno 2006 e l'inizio del 2001, quando scoppiò la "bolla di internet" che comportò una recessione per l'economia americana con la sola differenza che nel 2001 si aveva un eccesso di hi-tec, oggi un eccesso di stock abitativo e beni di consumo durevoli.

In molti affermano che la crisi che stiamo vivendo sia riconducibile a quella del '29-'33 trattandosi di una crisi strutturale causata da un'adempienza improvvisa e dalla mancanza di liquidità.

Bisogna inoltre tenere presente che una volta erano le imprese in fallimento i soggetti inadempienti, oggi sono le famiglie che non hanno risorse economiche sufficienti a pagare gli interessi sui mutui immobiliari.

Tra gli elementi¹ che hanno concorso alla crisi troviamo un'elevata inflazione globale, la minaccia di recessione, mancanza di fiducia nei mercati borsistici creditizi e una crisi alimentare mondiale.

Cause delle crisi

La crisi giapponese prende il via dalla rapida discesa dei corsi azionari dal picco raggiunto a gennaio 1990 (più del 60 % del valore venne perso entro l'agosto 1992): i prezzi delle proprietà immobiliari, terreni e abitazioni, tardano ancora un anno a contrarsi inducendo la politica monetaria, che nutre anche timori per l'inflazione, a mantenere una stance restrittiva, ora generalmente valutata come un errore: la Bank of Japan (BOJ) aumenta i tassi di interesse fino al 6 % raggiunto nell'agosto del 1990. A ottobre del 1990 i corsi azionari hanno già perso il 45 % dal picco di inizio anno ma ciononostante la prima diminuzione di tassi di interesse si fa attendere fino a luglio 1991 dopo che il rallentamento del Pil (reale e nominale) si è fatto molto evidente portando anche un rapido aumento dei fallimenti. Segue un fase di riduzione molto aggressiva dei tassi (275 punti base in un anno seguiti da altri 150 ad arrivare a settembre 1993) ma il suo ritardo è uno degli imputati principali nella spiegazione delle fasi successive di stagnazione dell'economia. Sebbene l'origine dell'attuale crisi sia diversa, va sottolineato come i bilanci delle banche giapponesi fossero profondamente esposti all'andamento dei prezzi degli asset mobiliari e immobiliari per ragioni che vedremo. In un certo senso questo aggrava la responsabilità del policy maker in quanto l'andamento di quelli che erano fattori che minavano la salute del sistema erano noti e visibili. Eppure la situazione non venne compresa, peggio, venne tollerata per circa cinque anni.

Sebbene la legge giapponese impedisse a una banca di avere più del 5 % di azioni di una singola impresa non poneva limiti all'ammontare totale di azioni in portafoglio alle banche. Con il contemporaneo calo dei corsi di azioni e immobili i bilanci bancari vennero duramente colpiti, sia perché queste attività erano direttamente nel bilancio delle banche, sia perché l'indebolimento dell'attività economica e dei prezzi degli assets portava alla crisi di molti debitori delle banche

producendo una crescita elevata delle sofferenze e dei crediti irrecuperabili.

La qualità di molti prestiti era fin dall'origine modesta, probabilmente in modo più generalizzato rispetto a quella concentrata sui mutui subprime per diverse ragioni, non ultime il progressivo affievolirsi dei requisiti richiesti per la concessione del credito e per pratiche di controllo via via più lasche. Oltretutto nella fase di crescita della bolla speculativa era diffusa l'accensione di prestiti garantiti da collaterali immobiliari e investiti sul mercato azionario.

Il crollo del secondo rese insolventi i debitori e quello del mercato immobiliare schiacciò il valore dei collaterali.

A peggiorare la qualità dei crediti bancari era anche stata la trasformazione del sistema finanziario promossa a metà anni '80 con la possibilità per le imprese di finanziarsi attraverso l'emissione di titoli obbligazionari, anche sui mercati internazionali. Questa è ritenuta una delle cause lontane della crisi, che innescò comportamenti non dissimili da quelli che hanno portato all'accumulo dei mutui subprime.

Il sistema bancario giapponese era tradizionalmente (e per legge appunto fino alla metà degli anni ottanta), il caposaldo del finanziamento delle imprese. In pratica l'emissione di titoli di debito corporate era irrilevante e il sistema produttivo si reggeva sul credito bancario. La riforma tolse una fonte sicura di profitti al sistema lasciando come unica alternativa la ricerca di espansione del credito che non poteva che rivolgersi a debitori via via più rischiosi. La forbice tra i tassi bancari era la fonte di profitto e l'aumento di quest'ultimo veniva realizzato solo aumentando le proprie quote di mercato con una espansione scarsamente controllata del credito a famiglie, piccole e medie imprese e settore immobiliare, fondata di preferenza sulle garanzie collaterali piuttosto che sulla capacità di cash flow dei debitori.

Il governo fra agosto 1992 e settembre 1993 approva un piano di stimolo di politica fiscale pari al 6 % del Pil che produce però risultati molto modesti: non

ci sono riduzioni di imposte o incentivi agli investimenti e la forma in cui viene realizzato (spese a pioggia in investimenti pubblici per lo più giudicati inutili e comunque poco produttivi) ha scarsi effetti moltiplicativi ma porta a sovradimensionare ancora di più il settore delle costruzioni e a una crescita del Pil che maschera le problematiche sottostanti. Comunque diminuzione dei tassi di interesse e piani fiscali consentono di uscire dalla prima fase di prolungata recessione. Il tasso di inflazione cala (fino a diventare negativo nel 1995) ma cala anche il Pil nominale, i tassi di interesse reali restano insostenibilmente alti, considerato anche un impulso restrittivo che deriva dall'apprezzamento dello yen. Il tasso di crescita reale appare più frutto della deflazione che di effettiva crescita dell'economia.

Il 1994 e 1995 presentano tassi di crescita positivi del Pil che consentono di nascondere molteplici problemi che stanno intanto affannando il sistema bancario. Le autorità sottovalutano diverse crisi già in atto. Le Jusen, società per i mutui, di proprietà delle banche, in crisi fin dal 1992, vengono salvate nel periodo 1992-93 con un piano di riabilitazione in pratica basato su un atteso aumento dei prezzi degli assets che però non avviene: saranno liquidate nel 1995 e sostituite da società di stato che ne rileva attività e passività.

Fra i maggiori problemi che graveranno sulle banche sino a sfociare nella crisi, la scarsissima qualità della governance, legata sia alle strutture di controllo interne che nazionali, sia all'assetto proprietario e alla discutibile ma pervasiva volontà di non esporre i problemi pubblicamente in nessuna forma. Sono incentivati comportamenti con effetti successivi devastanti: approfittando della crescita ancorché scarsa, le banche giapponesi mantengono in vita imprese in gravi difficoltà finanziarie o tecnicamente insolventi cui viene rinnovato il credito da quelle banche che non intendono evidenziare in bilancio sofferenze o crediti inesigibili.

Si mantiene in vita un sistema industriale inefficiente e l'importanza di questo aspetto è stata sottolineata da alcuni autori che asseriscono la crucialità nella "lost

decade” della scarsa produttività del sistema economico piuttosto che delle difficoltà delle banche nel determinare la performance modesta. Inoltre la politica monetaria tarda ancora ad intervenire lasciando scivolare il tasso di inflazione sotto lo zero.

In generale il messaggio è chiaro, il sistema bancario e le autorità di politica monetaria e fiscale, preferiscono attendere, nella speranza che la ripresa economica porti un aumento dei prezzi delle abitazioni e delle azioni tali da dare sollievo ai bilanci. Nell’aprile del 1997, dopo qualche trimestre di crescita economica (indotta da pacchetti fiscali di stimolo enormi in tutti gli anni fino al 1995), si colloca quello che è stato forse il più tragico errore della politica economica un rialzo delle aliquote di imposte indirette che scatena una pesante fase recessiva. Cominciano i fallimenti dei maggiori istituti bancari e di alcune assicurazioni vita, causati fondamentalmente dalla impossibilità di finanziarsi a breve sui mercati. Per fare fronte alla situazione, viene approvata una nuova legge che impone regole prudenziali nelle valutazioni delle sofferenze e fissa parametri oggettivi in base ai quali le autorità di regolamentazione sono tenute a impartire ordini di azioni correttive. I titoli bancari vengono duramente colpiti in borsa e, nei mercati interbancari internazionali, si registra un “japan premium” (fino a 70 punti base). Diventa anche chiaro che la regola “too big to fail” non vale più e, alzatasi la percezione del rischio, si verifica un intenso ritiro di fondi da parte delle famiglie che spingono le autorità a riconoscere completamente il problema sorto sette anni prima.

Vengono stanziati nuovi fondi (30.000 mld yen) per il salvataggio delle banche e la protezione dei depositi ma ancora una volta nelle banche prevale la preoccupazione per la reputazione ed esse ne fanno richiesta tutte in egual misura pur di non apparire quelle in peggiori condizioni relative. Comunque 1.8 trln yen vengono iniettati nei capitali di queste banche e vengono cambiate alcune regole di contabilità. Il 1997 rappresenta però l’anno in cui cambia l’atteggiamento delle banche che divengono restie a fornire credito al sistema. Viene però recepita la diversa posizione dello stato e l’incentivo ai comportamenti virtuosi. Aumenta la

fiducia nella struttura approntata dallo stato per fare fronte alla crisi ma il credito diviene comunque meno affrontabile soprattutto dalle piccole e medie imprese e si rende necessaria una nuova rete di sicurezza per le piccole medie imprese con fondi addizionali per 20 trln yen e con un incremento dell'attività di credito delle agenzie di stato.

Si colloca in questo periodo la crisi asiatica con un rapido peggioramento del contesto internazionale e, con la crisi russa, un apprezzamento repentino dello yen, la caduta del contributo delle esportazioni nette alla crescita del Pil e un impulso negativo verso una nuova ulteriore forte e prolungata recessione (che terminerà nel 2000). Anche in questo caso, la risposta della politica monetaria si rivela particolarmente lenta. L'intensità del calo del Pil nominale e dei prezzi non viene recepita dalla banca centrale: i tassi reali diventano molto alti, e ciò, combinato con recessione e apprezzamento dello yen fa oltrepassare la soglia della deflazione e della trappola della liquidità.

Questa è forse la fase più simile all'attuale, ma va sottolineato come il sistema economico giapponese arrivi a questa dopo circa sei anni di accumulo di situazioni critiche nel sistema finanziario e bancario, una continua deflazione degli assets, conti pubblici provati e una crescita sostanzialmente "finta", drogata dalla spesa pubblica e da inflazione molto bassa; un sistema produttivo poco produttivo e inefficiente e un margine di azione ridotto sui tassi di interesse. Solo nel 1998 viene approvata una nuova legge che fornisce ulteriori strumenti per la gestione della crisi del sistema bancario, come la nazionalizzazione temporanea, e si procede alla fusione di alcune istituzioni in un'unica società che si occupi dell'acquisto e della disposizione delle sofferenze sia dalle banche fallite che da quelle sane. Viene inoltre stanziato un ulteriore 12% del Pil (60 trln yen) per ricapitalizzare gli istituti solventi ma indeboliti, nazionalizzare gli insolventi, proteggere i depositi. Nonostante il cambiamento della politica monetaria che passa da obiettivi di tassi di interesse a obiettivi di quantità di moneta e, inondando il sistema di liquidità, riesce parzialmente a stabilizzare i prezzi delle attività immobiliari, nel 2003 e 2005 si verificano gli ultimi fallimenti bancari

ancora una volta causate delle pesanti perdite sui crediti, rese questa volta immediatamente evidenti dai controlli stringenti. Ancora una volta la soluzione di questo problema avviene attraverso una iniezione di capitali nelle banche con acquisto di azioni privilegiate seguiti da una fusione di diversi istituti.

Questo viene permesso dall'ultima e definitiva versione di un framework che partendo dai tentativi ed errori degli anni precedenti raggiunge una sua maturità prevedendo sostanzialmente tre forme di intervento per la gestione delle situazioni di bancarotta: iniezioni di capitale in casi estremamente gravi, protezione di tutto il debito attraverso finanziamenti speciali per piccole banche, e nazionalizzazione in casi definiti seri.

Per quanto riguarda la crisi globale odierna ,nell'opinione comune si presentano due diversi luoghi e 2 diversi input di questo “disastro economico”. C'è chi sostiene che la crisi si sia originata negli USA in seguito ad una concessione delle banche eccessivamente “ottimista e benevola” di mutui subprime a persone con poche garanzie e alto rischio di default ; e chi invece sostiene che tutto questo sia stato opera di società di ingegneria finanziaria nella City britannica che hanno ideato la cartolarizzazione di mutui subprime e che furono per la prima volta utilizzati dagli Stati Uniti.

Questi ultimi(i mutui subprime)sono prestiti concessi dalle banche a soggetti che non si possono permettere gli alti tassi d'interesse del mercato poichè posseggono un reddito basso e/o instabile. Il primo errore fu proprio questo:concedere a soggetti senza alcuna garanzia ingenti capitali per finanziare l'acquisto di una casa,senza tener conto del rischio.

Tutta questa sicurezza era giustificata dall'andamento positivo del mercato immobiliare. Infatti,a partire dal 2000 fino a metà 2006,il prezzo delle abitazioni era notevolmente cresciuto,stimolando le banche a concedere più mutui a tassi d'interesse bassi(trà il 2001 e il 2004 si avranno tassi d'interesse dell'1,5%-2% fonte:Federal Reserve),rassicurati dal fatto che se il cliente fosse stato insolvente,

la banca avrebbe potuto pignorare la casa e rivenderla ad un prezzo certamente più alto, dato il consistente aumento dei prezzi .

Il secondo errore venne fatto nel 2004, quando le banche decisero l'aumento dei tassi d'interesse sui mutui subprime e i clienti si ritrovavano a pagare interessi troppo onerosi per il loro reddito, tanto che la maggior parte di loro risultavano insolventi. Le banche per recuperare il denaro perduto , iniziarono a vendere le case dei clienti insolventi, compiendo però un terzo errore, si venne a creare una bolla immobiliare che nell'autunno del 2006 sfociò inevitabilmente nel crollo dei prezzi delle abitazioni. Dunque anche se le banche pignoravano le abitazioni dei clienti, non riuscivano a rifarsi del capitale perduto poiché il prezzo delle case era notevolmente diminuito dal momento dell'acquisto dell'abitazione stessa.

Il motivo per il quale la crisi si era estesa anche nel resto del mondo è da attribuirsi al fenomeno della *cartolarizzazione* .Attraverso questo meccanismo, prima della bolla immobiliare , le banche riuscivano a rivendere i mutui subprime trasferendone il rischio nel mercato finanziario e riuscendo a trarre profitti senza dover aspettare gli anni necessari a permettere al mutuatario di ripagare totalmente il prestito. Questo era reso possibile dalle cosiddette Società Veicolo, che compravano i mutui alle banche permettendo loro di recuperare liquidità e ricominciare a concedere mutui.

Le Società Veicolo, a loro volta, emettevano obbligazioni ritenute dalle agenzie di rating molto sicuro (ulteriore errore) e si rivolgevano ai mercati finanziari chiedendo in prestito dei soldi con la garanzia di ripagare gli interessi con le rate dei mutui che avrebbe incassato in futuro. Dunque, quando la banca riceveva la rata dal mutuatario con un tasso di interesse dell'8%, rigirava il denaro alla Società Veicolo; quest'ultima ripagava i mercati finanziari pagando un interesse del 4%, e traendo profitto dalla differenza tra 8-4%. Le obbligazioni emesse dalle Società Veicolo intanto, favorite dal fenomeno della globalizzazione, raggiungevano tutti gli angoli del mondo. Uno diffondersi nel resto del mondo come un virus. E così è stato.

Quando le banche iniziarono ad avere troppi clienti insolventi e non riuscirono più a ripagare le perdite con la vendita degli immobili, le Società Veicolo non

ricevettero più le rate che gli spettavano, le obbligazioni persero valore e tutti coloro che avevano acquistato quelle obbligazioni che in realtà erano ad altissimo rischio, persero i loro capitali. E' così che si è passati da una crisi immobiliare ad una crisi finanziaria.

Nel periodo 2004-2006 arrivò il momento di ripagare. I tassi d'interesse sui mutui subprime schizzarono alle stelle. Molti debitori non erano semplicemente in grado di ripagare o rifinanziare. La crisi sarebbe potuta rimanere confinata agli Stati Uniti. Sfortunatamente le banche e i creditori di questi prestiti avevano venduto i debiti ad altri investitori. I debiti sminuzzati in azioni erano stati venduti a investitori stranieri e ad istituti bancari di tutto il mondo sotto forma di cavillosi pacchetti finanziari incomprensibili ai più. Nel 2007, 1,3 milioni di proprietà immobiliari sono state messe all'asta per insolvenza, il 79% in più rispetto al 2006. Fu il panico, nessuno sembrava sapere di chi fossero questi debiti "senza valore", sparsi nel sistema finanziario a tutte le latitudini del globo.

Improvvisamente le banche non erano più disposte a farsi prestiti a vicenda, diffidenza che risultò in un cosiddetto "credit crunch" ossia un periodo in cui c'è poca liquidità (cioè soldi contanti) nel sistema perché nessuno presta denaro. Le perdite cominciarono ad accumularsi. A luglio 2008, grandi banche e istituzioni finanziarie a livello mondiale denunciarono perdite per circa 435 miliardi di dollari. A causa di queste banche, il fenomeno si è espanso velocemente in diversi paesi europei, e le borse del vecchio continente hanno accumulato molteplici perdite nel corso dell'anno. Infatti con le perdite sui titoli "tossici" legati ai mutui subprime, nel mercato finanziario si è andato a creare un clima di sfiducia tra le banche, che hanno smesso di prestarsi soldi a vicenda, andando incontro ad una crisi di liquidità: non avendo più a disposizione denaro per pagare i propri creditori e non potendo più contare sull'appoggio delle altre banche per procurarsene dell'altro, da una crisi di liquidità si è passati ad una crisi di insolvenza. Per tener testa a questo nuovo problema, le banche hanno iniziato a vendere titoli per ottenere liquidità e a ridurre i prestiti alle famiglie alle imprese. Ma questi drastici provvedimenti hanno dato il via ad un circolo vizioso: la precipitosa liquidazione di titoli ha determinato il crollo delle borse, e famiglie e imprese si sono ritrovate

da un giorno all'altro senza denaro e finanziamenti. Alcuni paesi hanno sofferto gravi effetti: l'Islanda, la cui fragile economia è stata messa in crisi dal fallimento quasi contemporaneo delle tre maggiori banche del paese e da una massiccia svalutazione della corona islandese, la Danimarca è entrata in recessione (sei mesi consecutivi di crescita economica negativa) nel primo trimestre del 2008. Nel secondo trimestre del 2008, l'insieme delle economie dell'eurozona si è contratto dello 0,2%. Ancor peggio le banche e le istituzioni finanziarie che hanno investito sui mutui subprime, sono le società che maggiormente risentono della crisi. In Gran Bretagna si è provveduto ad una parziale nazionalizzazione degli istituti in crisi mentre la banca franco-belga Fortis è stata salvata dal fallimento grazie all'intervento massiccio dei governi francese, belga e lussemburghese.

Il 7 ottobre 2008, il vertice Ecofin organismo del Consiglio Europeo composto dai Ministri dell'Economia e della Finanza degli stati membri, per evitare che possa diffondersi una spirale di sfiducia tra i risparmiatori, cioè che i finanziatori dei depositi bancari rinuncino a nuovi depositi o addirittura ritirino i vecchi, ha stabilito, che per un periodo iniziale di almeno un anno, vi sia una protezione garantita di ciascun deposito bancario personale di almeno 50.000 euro. In Italia tale garanzia è stata però elevata a 140.000 euro.

La FED ha nazionalizzato la società di assicurazioni AIG acquistando l'80% degli attivi e iniettando un prestito di 85 miliardi di dollari. Sentori di bancarotte imminenti hanno spinto il Governo americano a predisporre un pacchetto di salvataggio (bailout) del valore di 700 miliardi di dollari per scongiurare i fallimenti prima che avvengano.

La crisi dei mutui subprime e il credit crunch non sono le uniche preoccupazioni a turbare i sonni degli europei. Il prezzo del petrolio ha raggiunto un nuovo record per la continua domanda delle economie emergenti di Cina e India. Ciò ha colpito i consumatori in Nord America e in Europa in due modi. Obbligati a pagare prezzi esosi per il carburante delle loro auto e per i riscaldamenti domestici, i prezzi in aumento hanno fatto schizzare anche i prezzi dei beni primari di alimentazione, e tutto ciò ha creato una spirale senza fine. Il cibo è diventato così costoso che in

alcuni casi si sono verificate vere e proprie rivolte nei paesi in via di sviluppo. A partire dal 2000 hanno visto un incessante boom nel mercato delle merci, dopo una depressione dei prezzi negli anni Ottanta e Novanta. La crisi economica è il risultato di scelte umane errate negli Stati Uniti e del naturale sviluppo delle economie orientali.

Ad oggi il Giappone, per contrastare l'attuale crisi economica, dovuta in gran parte al crollo della domanda estera e alla crisi economica del settore automobilistico a livello mondiale ed elettronico, si trova con molte armi spuntate. Non può ricorrere alla riduzione del tasso di sconto per le motivazioni anzidette e l'aumento della spesa pubblica comporterà un ulteriore aumento del debito pubblico, che è già a livelli allarmanti. Il consumo interno è già piuttosto elevato e aiutarlo con misure di sgravi fiscali non gioverebbe in modo determinante, poichè da solo non può sostenere la produzione nazionale. In definitiva il paese del Sol levante presenta le caratteristiche di una economia matura che ha sperimentato uno sviluppo accelerato e che ora vede la propria crescita rallentare progressivamente, con crisi economiche periodiche.

Inoltre, in questi ultimi decenni si è fatta sempre più forte la concorrenza con la produzione cinese e indiana. È lecito pensare che nel momento in cui la domanda estera, soprattutto quella americana², comincerà nuovamente a crescere anche l'economia del Sol levante riprenderà a prosperare, ma il momento e la misura in cui tale evoluzione si verificherà dipenderanno da un numero elevato di fattori, e in primo luogo dalle sorti dell'economia dei concorrenti diretti asiatici.

1 Tra gli altri principali fattori della crisi figurano gli alti prezzi delle materie prime, basti pensare che nel gennaio del 2008 il prezzo del petrolio per la prima

volta nella sua storia ha superato i 100 dollari, continuando ad aumentare nei mesi seguenti fino a toccare i 147 dollari per poi scendere a settembre. Oltre l'oro nero, anche altre materie fondamentali alla crescita sono state "vittime" dell'inflazione, l'acido solforico e la soda caustica hanno toccato il vertice del prezzo maggiorato del 60%.

- 2** *A conferma della veridicità della frase "Quando gli Stati Uniti starnutiscono il resto del mondo prende il raffreddore" N. Roubini 2006 in un convegno al FMI.*

CONCLUSIONE

Giunti al termine della tesi su “Il dibattito sulla trappola della liquidità” ,è doveroso sottolineare che volutamente non è stato approfondito un aspetto quanto mai importante di questo fenomeno ,ovvero la *fiducia del consumatore* sull’operato delle istituzioni,ritenendo questo argomento idoneo a concludere il lavoro.

Sinora sono state citate le autorità monetarie(BCE e FED),sono stati nominati i principali esponenti di queste istituzioni (Bernanke,Trichet,Koizumi),è stato spiegato come le politiche vengano trasmesse all’economia reale, tralasciando un elemento fondamentale, ma di carattere differente, quello psicologico-emotivo dei consumatori,cioè la fiducia nel verificarsi dell’evento economico.

Punto di partenza è la corrente teoretica delle aspettative razionali.

Secondo questa teoria, che indubbiamente ha dei meriti, gli operatori economici (consumatori, imprese, investitori, finanziatori, ecc...) si formano delle aspettative, o previsioni razionali, su quello che sarà il futuro scenario economico.

I suoi sostenitori affermano che l’attesa di questi eventi futuri, da parte degli operatori razionali, comporta inevitabilmente il verificarsi proprio degli stessi eventi che si attendono. Cioè sono proprio gli operatori a provocare, attraverso il loro comportamento conseguente ad una certa aspettativa per un evento futuro, il verificarsi dell’evento economico atteso.

La conclusione è questa: l’economia si indirizza verso quei risultati che la maggior parte dei membri del sistema economico ritiene razionalmente che vengano raggiunti.

Al sopraggiungere della crisi, le istituzioni marginalmente più esposte vengono travolte dalle prime corse allo sportello ;le istituzioni marginalmente meno esposte contraggono repentinamente la concessione di nuovi prestiti nel tentativo di ridurre le riserve. L’effetto sistemico è inevitabile e la perdita di fiducia si propaga molto velocemente.

I fenomeni sono quindi perfettamente collegati nella seguente sequenza: - perdita

di fiducia – fallimento delle banche più esposte – effetto sistemico sulle altre banche.

La crisi finanziaria attuale ha drammaticamente messo in luce le conseguenze di un improvviso crollo generalizzato di fiducia nelle persone e nelle istituzioni.

Sono state necessarie crisi di questa portata e dimensione¹ per avviare un dibattito su questo tema.

A tal proposito, possiamo citare la filosofa Annette Baier che ha affermato che “la fiducia è come l’atmosfera, è come l’aria che respiriamo ci rendiamo conto di essa solo quando scarseggia oppure è inquinata”²

Sia la teoria economica che ricerche empiriche dimostrano che l’inflazione osservata dipende molto dalla fiducia dei consumatori o dalle prospettive economiche delle imprese. Gli agenti economici rinviando gli acquisti più importanti, in particolare nel settore immobiliare e incoraggiano la deflazione.

Un'autorità monetaria può cercare di influenzare le aspettative degli operatori economici, in particolare, convince tutti gli agenti economici che il calo dei prezzi è solo temporaneo e che, in breve tempo, l’inflazione tornerà ad essere positiva (questo però è difficilmente credibile quando i prezzi delle case e delle attività finanziarie continuano a ridursi).

Nouriel Roubini in una intervista³ ha dichiarato che la possibilità di uscire dalla crisi economica esiste, ma questo percorso può essere seguito solo da Governi e Banche Centrali che devono imparare a “spezzare il circolo vizioso” cioè la mancanza di fiducia che sta bloccando gli investimenti nelle aziende sane e, conseguentemente la voglia di spendere nelle famiglie non indebitate.

È stato detto in precedenza che durante la “lost decade” giapponese, i policy-maker, consapevoli di trovarsi in una *trappola della liquidità*, hanno attuato soluzioni proprie del modello IS-LM (manovre di politica fiscale espansiva) senza

risultati. Questo perché la modellizzazione IS-LM non contempla alcuni aspetti tra cui le aspettative razionali, adattive e la credibilità delle politiche economiche.

Ne deriva che, un aumento dell'offerta di moneta che il pubblico non si aspetta venga sostenuto, in non comporterà nel futuro un sicuro aumento dei prezzi.

Agli occhi del pubblico, manovre inflazionistiche da parte della Banca Centrale non sono risultate credibili, sia per il ruolo istituzionale di stabilizzatrice dei prezzi svolto dalla BC, ma soprattutto per le aspettative razionali sull'andamento futuro dell'economia perché i mercati non vedendo la possibilità di una ripresa nemmeno nel lungo periodo non facendo ripartire gli investimenti.

Quest'ultima è una condizione negativa che, sommata al basso consumo corrente, deprime ulteriormente la crescita del PIL, decretando il fallimento delle politiche di espansione fiscale.

Come conclusione di questo lavoro, sembrano appropriate le parole del sociologo tedesco Niklas Luhmann: "senza fiducia la gente non potrebbe alzarsi nemmeno dal letto la mattina. Verrebbe assalita da una paura indeterminata, da un panico paralizzante..."⁴ Ecco, paralizzante.. è proprio l'effetto della trappola della liquidità sull'economia.

¹ riferimento alla *lost decade* e alla crisi economica attuale

² tratto da "Ethics, 1987"

³ tratto da un articolo sul sito www.law-online.be

⁴ N. Luhmann, tratto da "la fiducia", il Mulino, Bologna 2002

Bibliografia

Sito ufficiale BCE -<http://www.ecb.int/ecb/html/index.it.html>

Sito ufficiale FED-<http://www.federalreserve.gov/>

Giorgio Di Giorgio- Lezioni dei economia monetaria - terza edizione-Padova CEDAM,2007

Macroeconomia, di N.G. Mankiw e Taylor, V edizione, Zanichelli.

FRBSF Economic Letter 2000-19;June 16,2000 Japan's Recession: Is the Liquidity Trap Back?

PRB 08-53E-Monetary Policy and the Liquidity Trap ,30 April 2009

N. Luhmann , "la fiducia",il Mulino,Bologna 2002

www.law-online.be/news

articoli tratti dal sito "il sole24 ore"

DE bernardi A.-Guarracino S. Storia 3 -Novecento eventi e problemi ,Torino,Bruno mondadori,1995

Brancati A. Pagliarani, Il nuovo dialogo cn la storia,vol 3,Firenze, la Nuova Italia,2007

Annette Baier, Ethics ,1987

Indice

<i>Abstract</i>	<i>pag 1</i>
<i>Cap 1</i>	<i>pag 3</i>
<i>Cap 2</i>	<i>pag 28</i>
<i>Cap 3</i>	<i>pag 44</i>
<i>Cap 4</i>	<i>pag 55</i>
<i>Conclusione</i>	<i>pag 71</i>
<i>Bibliografia</i>	<i>pag 75</i>