



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"CRISI ECONOMICA E DEFLAZIONE"

Teoria, Implicazioni di Policy e Lezioni dalla Grande Depressione

RELATORE:

CH.MO PROF. MARCO BERTONI

LAUREANDO: NICOLO' PIERAGNOLO

MATRICOLA N. 1113111

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Indice

INTRODUZIONE	4
1 ORIGINE E EFFETTI DEL FENOMENO DEFLATTIVO	5
1.1 Come si Forma il Fenomeno Deflattivo	5
1.1.1 Dalla Crisi alla Deflazione	5
1.1.2 La Debt-Deflation	7
1.1.3 Il Crollo della Domanda Aggregata	9
1.1.4 La Secular Stagnation	12
1.2 Come il Fenomeno Deflattivo Aggrava la Crisi Economica	13
1.2.1 La Spirale Deflazionistica	13
1.2.2 Lo Zero Lower Bound	14
1.2.3 Evidenza Empirica	15
2 POLITICHE A SUPPORTO DELL'ECONOMIA: USCIRE DALLA DEFLAZIONE	17
2.1 Prevenire è l'Alternativa Migliore	17
2.1.1 Politica Economica	18
2.1.2 Caratteristiche Strutturali del Sistema Economico	20
2.2 Cosa Fare Quando si è in Presenza di deflazione	21
2.2.1 Politica Monetaria Convenzionale e Non Convenzionale	21
2.2.2 Riduzione del Tasso di Interesse di Lungo Periodo	22
2.2.3 Il Mercato del Credito e l'Incremento di Liquidità	23
2.2.4 Aspettative e Target di Inflazione	24
2.2.5 Tasso di Interesse Negativo	25
2.2.6 Politica Fiscale: Spesa Pubblica e Tassazione	27
2.3 Politiche per Uscire dalla Stagnazione Secolare	28

Indice

3 LA GRANDE DEPRESSIONE NEGLI STATI UNITI	30
3.1 Lo Scoppio della Crisi	30
3.2 La Strada Verso la Ripresa	32
CONCLUSIONI	35
BIBLIOGRAFIA	36

Introduzione

La deflazione è la riduzione sostenuta del livello generale dei prezzi. E' l'aggettivo "generale" a caratterizzare il fenomeno. La deflazione infatti non misura la riduzione del livello dei prezzi in un determinato settore, che è un evento che può essere ordinario e fa parte del normale sviluppo economico di un mercato, ma misura la riduzione del livello dei prezzi generali ovvero di tutti i settori economici. Questo fenomeno può essere prodotto da uno shock della domanda o uno shock dell'offerta e in base a come si forma può essere positivo o negativo per l'economia. Nel caso in cui la deflazione sia prodotta da uno shock negativo della domanda di beni e servizi allora si caratterizza negativamente e causa numerose problematiche che analizzeremo nel corso della ricerca. Nel caso in cui sia prodotta da uno shock dell'offerta, ovvero da un aumento di produttività delle aziende per miglioramenti tecnologici o mutamento delle condizioni del mercato, allora questa è positiva per il sistema economico e può essere accompagnata da un aumento della produzione (Baig et al., 2003). Nel corso della ricerca quest'ultimo caso di deflazione non verrà analizzato. Ci concentreremo infatti sugli effetti negativi della deflazione, ovvero sul collegamento che questa ha con le crisi economiche, dove può esserne causa ma anche conseguenza e può portare all'aggravarsi della situazione economica.

Inizieremo nel primo capitolo con una spiegazione teorica del meccanismo di formazione della deflazione e degli effetti che questo fenomeno comporta. In seguito si parlerà nel secondo capitolo di quelle che possono essere le possibili strade percorribili in ambito di policy per fermare, o ancor prima prevenire, il fenomeno deflattivo e risollevarne l'economia colpita dagli effetti depressivi che questo comporta. Infine, nel terzo capitolo, si presenterà il caso della Grande Depressione, una delle crisi economiche più gravi della storia mondiale, che è stata fortemente caratterizzata e aggravata dalla presenza di deflazione.

1 Origine e Effetti del Fenomeno Deflattivo

1.1 Come si Forma il Fenomeno Deflattivo

Il fenomeno del ciclo economico, definito da Lucas (1977) come *“the recurrent fluctuations of output about trend and the co-movements among other aggregate time series”* (vedi Prescott, 1986, p. 10), descrive l’andamento del PIL, la misura di performance macroeconomica di un paese presa come riferimento, che nel breve periodo attraversa due fasi di trend opposto. La fase ascendente, dove si distinguono ripresa ed espansione e la fase discendente dove invece si presentano recessione e depressione.

Le fluttuazioni determinano punti di picco, massimo valore raggiunto dal PIL nella fase ascendente, e punti di valle, minor valore raggiunto nella fase discendente (*Fig. 1*). Dalla differenza tra i punti di picco e i punti di valle si possono calcolare i valori delle espansioni e delle contrazioni mentre la durata temporale del ciclo economico viene calcolata tra una valle e la seguente (Treccani, Dizionario di Economia e Finanza).

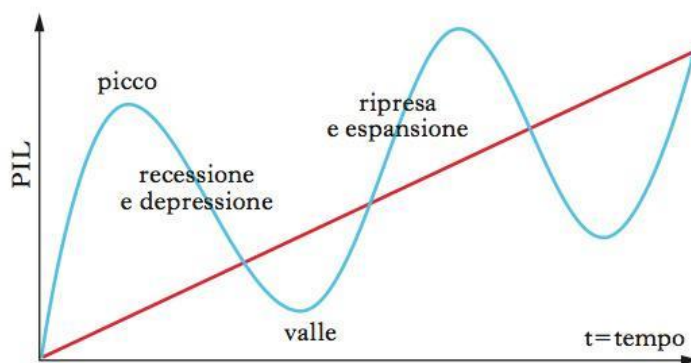


Fig. 1 - Fonte: Treccani

1.1.1 - Dalla Crisi alla Deflazione

Le crisi economiche, vedi la grande depressione degli anni ‘30 o la crisi del 2008, sono situazioni di recessione che durano molto di più di una fase ciclica. Queste crisi possono prendere piede da cause di diversa natura, come lo scoppio di una bolla o aspettative di crisi che formano esse stesse la crisi. Esse possono avere, tra le altre ripercussioni, la formazione di deflazione.

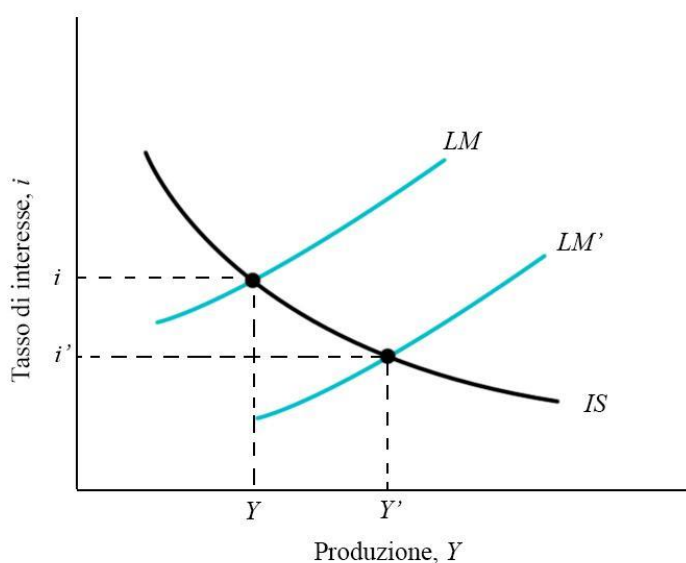


Fig. 2

Considerato il metodo di calcolo² e la crescita della domanda generata dalla politica monetaria espansiva ne consegue che il prezzo dei titoli azionari aumenterà ed è possibile che si creino bolle speculative.

A questo punto per calmare i mercati la banca centrale deve preoccuparsi di alzare i tassi d'interesse attuando politiche deflative. Può succedere che la bolla scoppi generando quindi una contrazione patologica della domanda dovuta alla crisi finanziaria oppure che la bolla non scoppi, in quel caso però la contrazione della domanda sarebbe comunque presente ma sarebbe fisiologica e dovuta alle politiche deflative, portando l'economia nella fase discendente del ciclo economico. Il rialzo dei tassi d'interesse è necessario per far fronte a ipotetiche crisi che potrebbero nascere a causa dello scoppio della bolla ma anche per qualunque altro fattore inatteso. Un tasso d'interesse basso infatti limita la potenza che la banca centrale ha nell'utilizzare la politica monetaria (Bernanke, 2002) portando eventualmente alla necessità di utilizzare politiche economiche non-convenzionali.

La crisi finanziaria, o anche solo lo spettro di essa generato da aspettative negative sui profitti futuri, porta ad una contrazione della ricchezza e una più attenta gestione del credito, restringendo i finanziamenti dati, che comporta dunque la caduta dei consumi e degli investimenti, con una conseguente caduta del livello dei prezzi, ovvero la deflazione.

Tutto può partire da una semplice manovra monetaria volta a incentivare gli investimenti (Fig. 2) e consumi attraverso un abbassamento del tasso d'interesse. L'effetto della politica monetaria espansiva, con la curva LM¹ che si sposta verso il basso, è quello di incentivare gli investimenti, generando una domanda sostenuta e così creando inflazione.

Il valore dei titoli azionari è dato dall'attualizzazione dei dividendi attesi futuri che l'azione pagherà (Blanchard, Amighini, Giavazzi,

¹ Per riferimento vedere (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014)

² Con un tasso d'interesse più basso l'attualizzazione dei dividendi attesi è superiore

Questo significa anche un aumento del tasso reale di interesse³ ovvero un aumento dell'indebitamento reale che, in casi particolarmente severi, può condurre a debt-deflation, a insolvenze e all'inizio di una spirale deflazionistica alla Fisher.

1.1.2 - La Debt-Deflation

La debt-deflation, deflazione da debiti, è uno dei principali metodi di formazione della deflazione. Il termine è stato coniato da Irving Fisher che lo ha teorizzato nel suo trattato "*The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*" (1933) dove conclude e riassume il lavoro già fatto nel libro "*Booms and Depressions*" (1932).

Fisher sostiene che una situazione di sovra-indebitamento⁴ iniziale e la presenza in seguito di deflazione siano i fattori dominanti di ogni grande ciclo di "*booms and depressions*" (Fisher, 1933, p. 341) e che, per quanto i loro effetti presi singolarmente sarebbero sostenibili, questi possono diventare letali quando sono entrambi presenti.

Proprio la situazione iniziale di sovra-indebitamento sarebbe, secondo l'economista statunitense, il fattore alla base della concatenazione di una serie di eventi che definisce nel suo trattato come nove punti a seguito dei quali si formerebbe una crisi economico-finanziaria passando appunto per una riduzione generalizzata del livello dei prezzi. In presenza di sovra-indebitamento infatti una forte preoccupazione, o un qualunque shock nello stato di fiducia di creditori, debitori o entrambi può portare a (1) liquidare i debiti attraverso una cosiddetta "*distress selling*" (Fisher, 1933, p. 342), ovvero una vendita dei propri asset al di sotto del loro valore effettivo. Ciò comporta necessariamente una (2) contrazione dei depositi per il rimborso dei prestiti e la riduzione della velocità di circolazione della moneta. Il tutto genera (3) una caduta del livello dei prezzi che comporta anche un aumento del costo dell'indebitamento in termini reali⁵. Prosegue Fisher dicendo che, in assenza di "reflazione", a seguito di ciò si presenterà (4) una più grande caduta del patrimonio delle imprese con i primi fallimenti e (5) con il crollo dei profitti così come, di conseguenza, (6) degli investimenti, della produzione e dell'occupazione, ovvero del reddito. Perdite, fallimenti e disoccupazione non fanno altro che (7) peggiorare lo stato di fiducia e aumentare il pessimismo che si trasforma in (8) un aumento del risparmio (Fisher all'epoca parla di "tesoreggiamento") e un ulteriore calo della velocità di

³ $r = i - p$ (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014)

⁴ "Over-indebtedness means simply that debts are out-of-line, too big relatively to other economic factors ... including asset, income, gold and liquidities (i.e., quickness or slowness of asset and liabilities)" (Fisher, 1932, p. 11). Per di più Fisher (1933) caratterizza l'eccesso di indebitamento come sempre relativo ad altre grandezze come offerta d'oro, ricchezza e reddito nazionale e come un valore non unidimensionale, a valore del fatto che bisogna tenere conto della distribuzione nel tempo del debito (Fisher, 1933, p. 345)

⁵ Con tassi di interesse non indicizzati una caduta di prezzi significa che con lo stesso importo di prima ora posso acquistare più beni, ovvero il costo reale (espresso in termini di beni) del debito è superiore (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014)

circolazione della moneta. Tutti gli eventi appena descritti, conclude, portano a dei (9) disturbi nei tassi di interesse, in particolare un calo dei tassi di interesse nominali e un aumento dei tassi di interesse reali. Tali eventi si autoalimentano, rafforzando vicendevolmente i propri effetti, che possono naturalmente presentarsi anche secondo un ordine diverso (Fisher, 1933, p. 341-342).

Il processo si ferma quando le azioni dei debitori, ovvero la riduzione dei consumi e degli investimenti, sono compensate dall'aumento della spesa da parte dei creditori (King, 1994).

La conclusione logica che si trae dal processo descritto è che bastano piccolissimi shock di fiducia per far sì che lo stato di sovra-indebitamento porti alla deflazione. Fisher però arriva anche ad un altro risultato. Se il sovra-indebitamento è abbastanza grande il calo dei prezzi dovuto alla liquidazione di tali debiti (e al meccanismo che si instaura, i nove eventi) potrebbe creare una situazione in cui il ritorno economico proveniente dalla liquidazione non sia abbastanza per compensare l'aumento reale del debito stesso. In tale caso la liquidazione si annulla da sola o addirittura aumenta l'indebitamento attraverso la deflazione, "*the more the debtors pay, the more they owe*" (Fisher, 1933, p. 344).

La debt-deflation non ha trovato supporto solo nel pensiero di Fisher. Infatti, sebbene siano state mosse alcune critiche al lavoro dell'economista, la teoria è stata ripresa e supportata da altri studiosi, in primis da Hyman P. Minsky, altro economista statunitense che, pur essendo un fervente sostenitore delle teorie keynesiane, viene considerato il fondatore della cosiddetta debt-deflation school.

Minsky riprende il lavoro di Fisher e lo completa: ciò che infatti non veniva considerato nel lavoro di Fisher era la modalità con la quale avviene la liquidazione dei debiti. Un soggetto infatti, che sia un'impresa o una famiglia, se non possiede precedentemente la liquidità per ripagare un debito ha tre modi per ottenerla: attraverso i cash flow derivanti dalla normale attività (profitti o salari), prendendo a prestito o rifinanziandosi, oppure vendendo gli asset a sua disposizione. Proprio quest'ultima possibilità è quella da temere. Essendo costretti a vendere i propri asset per recuperare i fondi necessari a saldare i debiti i soggetti economici saranno disposti a accettare di svendere tali asset, suggerisce Minsky (1982), ricollegandosi quindi al fenomeno descritto da Fisher. Per di più gli asset aziendali potrebbero avere difficoltà a collocarsi sul mercato date le caratteristiche firm-specific, che incidono ancora di più sul ribasso del valore di realizzo. Continua Minsky, affermando che in un libero mercato una caduta di prezzo degli asset può essere quindi così pesante che la vendita degli stessi non sia sufficiente ad ottenere le somme necessarie a ripagare i debiti⁶. Ciò provoca una insolvenza diffusa derivata

⁶ Ragionamento simile a quello fatto da Fisher

da illiquidità sistemica e contribuisce in maniera determinante al fenomeno della deflazione da debito. Approfondendo questo aspetto Ben Bernanke, l'ex governatore della FED, sostiene nel suo paper "*Financial Fragility and Economic Performance*" - scritto con Mark Gertler - che l'insolvenza diffusa dei debitori provoca un crollo bancario che porta ad una stretta del credito, con un conseguente declino dei consumi, ulteriore deflazione e un ulteriore indebitamento (Bernanke e Gertler, 1990). Una cosa che viene sottolineata da King (1994) è come un fenomeno apparentemente monetario come la deflazione risulti infine essere espressione di un ciclo economico reale nel caso di debt-deflation (anche se, secondo King stesso, la debt-deflation non può essere considerata una teoria del ciclo economico). Questo è rafforzato dal fatto che una caduta in termini assoluti del livello dei prezzi non è condizione necessaria per una debt-deflation. Quello che è necessario invece è che ci sia una fluttuazione del valore degli asset dei soggetti economici a cui sono imputati i debiti (King, 1994).

Il sopracitato lavoro di Minsky approfondisce anche le cause per cui i soggetti economici optano per la svendita degli asset, ovvero la struttura delle passività dei soggetti economici. L'economista descrive tre tipi di strutture finanziarie, chiamate: "*hedge finance*", "*speculative finance*" e "*Ponzi finance*" (Minsky, 1982, p. 385). Nella prima i finanziamenti sono ripagati dai cash flow ordinari, nella seconda invece per adempiere agli obblighi è necessario un rifinanziamento, presentandosi quindi una rotazione dei debiti. L'ultimo tipo di struttura finanziaria invece è caratterizzato da un debito in continuo incremento netto. Con l'aumento delle alternative di finanziamento disponibili grazie alla libertà di innovazione finanziaria cresce la domanda di finanziamenti e così il loro prezzo, abbassando i tassi di interesse. Quest'ultimi però determinano il prezzo di mercato degli asset, definito come una "capitalizzazione dei profitti attesi" (Minsky, 1982) che salendo aumenta il margine di garanzia dei soggetti (gli asset stessi) incentivando a nuovi finanziamenti. In un'economia dove dominano le ultime due tipologie di strutture finanziarie, un rialzo dei tassi di interesse, che a sua volta provoca il ribasso del valore di mercato degli asset, può scatenare un meccanismo di debt-deflation attraverso la svendita degli asset per ripagare i debiti.

1.1.3 - Il Crollo della Domanda Aggregata

Facendo un passo indietro abbiamo già osservato (cfr. 1.1.1) come la deflazione possa formarsi direttamente a seguito di un crollo della domanda che può certamente avvenire in seguito alla formazione di debt-deflation ma può essere scatenato anche da altri fattori.

"La relazione di domanda aggregata descrive gli effetti del livello dei prezzi sulla produzione. Essa è derivata dalle condizioni di equilibrio nei mercati reali e finanziari" (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014, p. 209). Questa viene definita equazione della domanda aggregata

ed esprime dunque l'insieme dei punti di equilibrio che si formano nel breve periodo. Analizzando il modello IS-LM e AD-AS⁷ possiamo mostrare come avviene la derivazione della

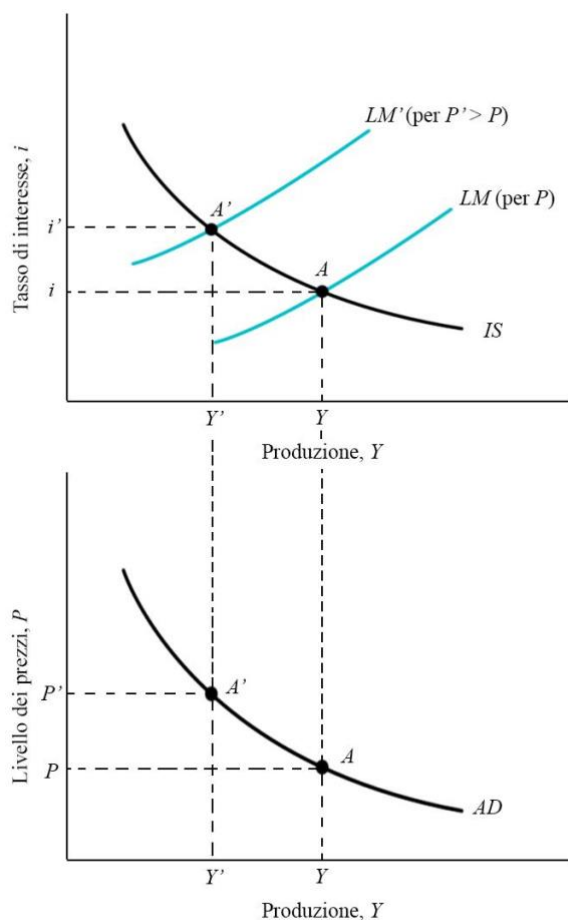


Fig. 3 - Fonte: Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014

domanda aggregata (Fig. 3).

Ogni variazione del livello dei prezzi sposta l'equilibrio sulla curva di domanda aggregata⁸ mentre qualunque shock di variabili che non siano il livello dei prezzi che sposta le curve IS-LM sposta anche la curva di domanda aggregata.

La curva di domanda aggregata insieme alla curva di offerta aggregata viene utilizzata nel modello AD-AS per definire l'equilibrio di medio periodo.

Attraverso le due relazioni (domanda aggregata e offerta aggregata), dato un valore del livello atteso dei prezzi, della spesa pubblica, delle tasse e dell'offerta di moneta si determina l'equilibrio tra produzione e livello dei prezzi. (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014).

Baig et. al. (2003) utilizzano questo modello

per l'analisi del fenomeno deflattivo. Essi mostrano che, in una situazione ideale con un equilibrio di piena occupazione secondo il modello AD-AS, uno shock negativo sufficientemente grande sulla domanda aggregata (da AD a AD') può portare l'economia in situazione di deflazione, con prezzi in declino e un più basso livello di produzione (Fig. 4). Tale shock potrebbe portare a una recessione ciclica, allo scoppio di una bolla e/o a politiche eccessivamente restrittive. Il tutto potrebbe essere aggravato dalla caduta della fiducia dei consumatori e da aspettative di prezzi al ribasso, peggiorando l'iniziale situazione di deflazione (Baig et. al., 2003).

⁷ Per riferimenti vedere Blanchard, Amighini, Giavazzi (2014)

⁸ Un aumento del livello dei prezzi P riduce i salari monetari M/P , spostando la curva LM verso l'alto e l'equilibrio verso una produzione $Y' < Y$ e un tasso d'interesse $i' > i$ (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014)

Ciò che può generare uno shock negativo sulla domanda è in primis un calo della produzione che può avvenire per diverse cause. Può essere prodotto da politiche economiche, come una politica fiscale restrittiva e/o una politica monetaria restrittiva, che possono portare ad un aumento del tasso d'interesse, con conseguente calo degli investimenti e della domanda aggregata. Un calo della produzione può avvenire anche per fattori imprevedibili, come per esempio il venir meno di determinate materie prime o lo scatenarsi di una crisi finanziaria. Da non dimenticare anche il ruolo giocato dalle aspettative, queste sono decisive tanto quanto un evento reale dato che possono autorealizzarsi. La formazione di aspettative negative, che siano

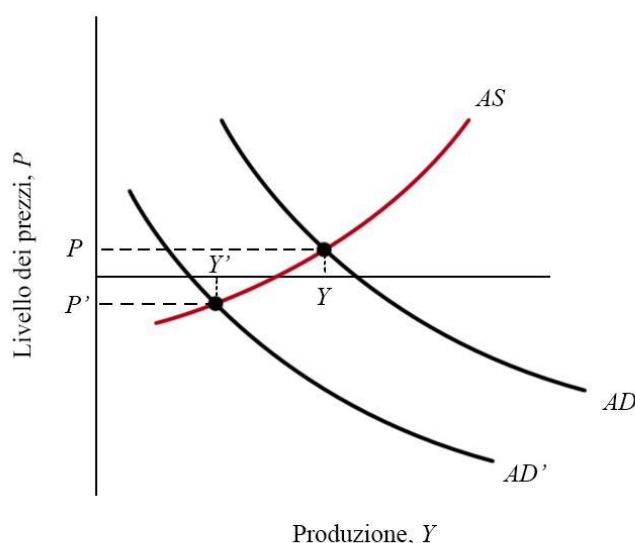


Fig. 4 - Fonte: Baig et. al., 2003

sul reddito o sui tassi, ha ripercussioni sulla produzione e sulla domanda aggregata stessa. Un effetto sulla domanda, passando sempre dalla produzione, si può trovare nella variazione della propensione al consumo, in particolare un risparmio più elevato incide sui consumi e sulla domanda aggregata (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014).

Tutto ciò non sta a significare che qualunque ribasso della domanda aggregata porta a deflazione. Per arrivare a una situazione di deflazione gli shock sulla domanda devono avere entità notevoli, così come avviene quando scoppia una bolla di grossa entità e/o quando si scatena una crisi economica.

Ciò può avvenire anche a causa del ciclo economico, con il susseguirsi delle fasi ascensionali e discensionali. In queste ultime le fasi di recessione saranno condotte da un crollo della domanda, ma per questo si rimanda alla teoria macroeconomica sul ciclo economico.

1.1.4 - La Secular Stagnation

Parallela alla concatenazione di eventi che porta alla debt-deflation troviamo l'ipotesi della secular stagnation. La stagnazione secolare, tradotta, è una teoria collegata all'analisi del ciclo economico inizialmente introdotta da Alvin Hansen (1939). Questo aveva inizialmente ipotizzato che c'è la possibilità che non sia raggiungibile un tasso di interesse, chiamato "full employment real interest rate (FERIR)" da Summers (2014), che permette equilibrio tra risparmio e investimenti (si veda Summers, 2014, p. 32). La differenza tra le due però è che mentre la teoria del ciclo economico tratta le depressioni come fenomeni temporanei e ricorrenti nella secular stagnation c'è la possibilità che la depressione diventi la normale condizione economica. L'aggettivo "secolare" è quindi usato apposta per contrapporla a "ciclico" che caratterizza il ciclo economico. La secular stagnation può essere prodotta dalla caduta degli investimenti che causa la caduta dei redditi e di seguito della produzione e dell'occupazione (Sweezy, 1943). Ciò che rende stabile la situazione di depressione è un'imperfezione naturale del mercato, lo zero lower bound⁹. Questo pone un vincolo alle politiche attuabili per cui se allo zero lower bound la produzione risulta insufficiente per una piena occupazione allora la stagnazione si può protrarre nel tempo (Summers, 2015). In una situazione economica dove è presente deflazione infatti il tasso d'interesse reale può essere basso solo se il tasso di interesse nominale è molto basso, ovvero quando c'è una caduta della domanda di credito. Il focus della secular stagnation è proprio che i recuperi che si cercano di fare hanno vita breve e la depressione che si autoalimenta lascia un costante e apparentemente irrisolvibile grado di disoccupazione (Hansen, 1939) dato che non è raggiungibile un FERIR.

Quello che ci interessa della secular stagnation è come essa sia un percorso alternativo che l'economia può intraprendere rispetto alla debt-deflation. Infatti, il bivio economico che contrappone i due fenomeni nasce se in una crisi finanziaria si crea una situazione di crollo del credito. Questa caduta del credito può avvenire sia per un calo della domanda di credito sia per una riduzione dell'offerta di credito. Le due scatenanti hanno effetti opposti, infatti se una riduzione della domanda di credito fa diminuire i tassi d'interesse, la riduzione dell'offerta li fa aumentare. A seconda di quale dei due effetti prevale si arriva a delineare quale strada si intraprenderà. Se è la caduta della domanda a prevalere allora si presenterà secular stagnation, con i tassi d'interesse che si ridurranno, se è la caduta dell'offerta a prevalere invece allora si attiverà il meccanismo di debt-deflation descritto in precedenza con i tassi d'interesse che aumenteranno.

⁹ Limite inferiore dello zero, vedi 1.2.2

Summers (2014) descrive però anche una situazione alternativa in cui la secular stagnation è caratterizzata dalla possibilità di formazione di deflazione. L'economista riprende l'ipotesi di secular stagnation di partenza di Hansen, ovvero la possibilità che nessun tasso d'interesse raggiungibile garantirà l'equilibrio tra investimento e risparmio alla piena occupazione, commentandola inserendoci ciò che lui ed altri autori hanno sottolineato, ovvero che la flessibilità di salari e prezzi può aggravare il problema. Così facendo arriva a concludere che più salari e prezzi sono flessibili più avranno un ribasso durante un periodo di rallentamento della produzione, portando ad un incremento del tasso d'interesse reale e alla possibilità di una deflazione destabilizzante con una probabile spirale viziosa (Summers, 2014).

1.2 Come il Fenomeno Deflattivo Aggrava la Crisi Economica

Sebbene la deflazione possa essere una conseguenza di un periodo di crisi economica, essa può esserne anche causa, o comunque un processo che la alimenta.

La deflazione infatti porta conseguenze pesanti sull'economia, anche nel caso in cui sia lieve ma protratta nel tempo, dato che aumenta l'incertezza economica e distorce le allocazioni di risorse, comportando conseguenze distributive e portando ad una crescita scadente dei risultati economici (Baig et al., 2003). I danni significativi della deflazione sono anche quelli legati alle problematiche riguardanti lo zero lower bound, che vedremo in seguito, e al mercato del lavoro. I primi, sebbene significativi, sono difficili da stimare mentre gli studi di Akerlof et al. (1996) sulla rigidità del ribasso dei salari nominali parlano di costi per diversi punti percentuali del PIL (vedi Baig et al., 2003, p. 13). Con una deflazione da domanda infatti le aziende, che hanno meno incassi, devono ridurre i salari per ridurre i costi. Ma con “sticky wage”¹⁰, sempre secondo Akerlof et al., il declino dei prezzi porta all'aumento dei salari reali e al declino del margine di profitto delle imprese che sono quindi costrette a licenziare dato che non riescono a ridurre i salari (vedi Baig et al., 2003, p. 13). Ciò può scatenare una spirale deflazionistica.

1.2.1 - La Spirale Deflazionistica

Come abbiamo già visto la deflazione è un fenomeno che si autoalimenta. Come è stato già detto nell'analisi fatta da Baig et al. (2003), le conseguenze che possono susseguirsi in seguito alla formazione di deflazione come recessione ciclica, scoppio di una bolla, crollo nella fiducia

¹⁰ Letteralmente “salari appiccicosi”, la paga dei lavoratori tende ad avere una risposta lenta alle variazioni negative delle performance dell'azienda o all'aumento della disoccupazione, ovvero quando dovrebbe diminuire. Essa invece è più veloce quando deve salire ovvero quando le performance aziendali migliorano e quando la disoccupazione diminuisce (Haltom, 2013)

e crescita di aspettative negative portano ad un peggioramento della situazione iniziale, ovvero ad una spirale deflazionistica: un processo che prende piede dalla formazione di deflazione e che si ripete generando ulteriore deflazione. Con un crollo della domanda e una conseguente riduzione del livello dei prezzi le imprese opereranno un taglio alla produzione e così al personale (per il problema degli “sticky wage”), sia per andare incontro alla domanda più bassa sia per i ricavi minori. Con una disoccupazione in crescita i soggetti che hanno perso il lavoro possono avere difficoltà nel trovarne un altro e quindi potrebbero aumentare il loro risparmio, a discapito dei consumi, peggiorando ulteriormente la situazione con una domanda in diminuzione, i prezzi in calo e la spirale che continua.

Anche nel processo di debt-deflation ritroviamo il concetto di spirale deflazionistica. La liquidazione generale infatti come si è già detto porta a un ulteriore indebitamento, con le conseguenti insolvenze e la crisi dei profitti che porta al crollo di investimenti, produzione e redditi. Qui continua la spirale, il calo dei redditi e l'aumento del risparmio portano ad una caduta della domanda, a ulteriore deflazione e a una crisi, se non fosse già presente. E' corretto dire quindi che la deflazione è provocata anche da se stessa.

1.2.2 - Lo Zero Lower Bound

Importante conseguenza di un processo deflazionistico è l'effetto che questo ha sui tassi d'interesse. Fisher (1933, p. 342) conclude la descrizione del suo processo di debt-deflation proprio con i “complicati disturbi nei tassi d'interesse, in particolare, una caduta nel tasso nominale, o monetario, e un aumento nel tasso reale, o dei beni”. Proprio a lui infatti si attribuiscono gli studi sui tassi d'interesse e la cosiddetta equazione di Fisher, la relazione secondo cui il tasso di interesse nominale è la somma tra il tasso di interesse reale e l'inflazione attesa (vedi Bernanke, 2002). Da tale formula si deriva che, con un tasso di interesse reale abbastanza stabile, il tasso di interesse nominale si riduce al ridursi dell'inflazione, dato che l'inflazione attesa (quella descritta nella formula) è condizionata dal tasso di inflazione attuale. Questo è quello che viene chiamato “effetto Fisher”. Sempre da questa equazione si può capire come un tasso di inflazione negativo (deflazione) può arrivare ad essere abbastanza grande da eguagliare il tasso di interesse reale portando il tasso di interesse nominale allo zero lower bound (Bernanke, 2002).

Lo zero lower bound è il modo in cui viene chiamata la situazione in cui i tassi d'interesse nominali sono pari a zero o prossimi allo stesso. Come spiega Bernanke (2002) una volta che i tassi “colpiscono lo zero bound” non potranno avere ulteriori aggiustamenti verso il basso, nessuno presterebbe denaro a tassi negativi al posto di tenerlo in contante. Ciò forma un vincolo alla politica monetaria convenzionale, le banche centrali infatti non potranno più utilizzare un

ribasso dei tassi per alleviare il peso di una situazione di difficoltà economica, tale situazione è denominata trappola della liquidità¹¹. Questo però non sta a significare che le banche centrali in questa situazione non hanno potere di far nulla, come vedremo in seguito ci sono altre strade che si possono percorrere quando la politica monetaria convenzionale diventa inefficace.

Il fatto che i tassi d'interesse nominale siano a zero non sta a significare che il costo del denaro è pari a zero. Sempre dall'equazione di Fisher vediamo come in presenza di deflazione, inflazione negativa, e di zero lower bound, il tasso reale d'interesse è positivo (Bernanke, 2002). “Vicino allo zero lower bound il tasso di interesse determinato dalla politica, [ovvero il tasso nominale,] gioca un ruolo meno importante nel determinare il costo dei prestiti” (Baig et al., 2003, p. 13). Più grave è la deflazione più il tasso reale d'interesse aumenterà comportando un effetto redistributivo che porta ricchezza dai debitori ai creditori. In più torna il concetto di spirale deflazionistica dato che più aumenta la deflazione più aumenta il costo reale di prendere a prestito e quindi diminuiscono ancor di più gli investimenti e di conseguenza la produzione, alimentando la recessione.

1.2.3 - Evidenza Empirica

Da tutta la trattazione fatta finora ciò che si concluderebbe è che una crisi economica possa essere causa e conseguenza di una riduzione del livello dei prezzi, la deflazione. Questo collegamento tra depressione e deflazione però trova risultati contrastanti quando è portato a verifica empirica.

La ricerca empirica di Atkeson e Kehoe (2004) mette in dubbio questa relazione. I due economisti hanno svolto un'analisi empirica con dati su inflazione e crescita della produzione che coprono 17 paesi e più di 100 anni, terminando nel 2000. Per focalizzarsi sulle fluttuazioni di medio periodo questi hanno suddiviso le serie di dati sulla base di 5 anni, facendo una media delle osservazioni all'interno del periodo. Dai risultati che hanno ottenuto l'unico evento dove c'è evidenza di correlazione tra deflazione e depressione sembra essere la Grande Depressione degli anni '30. Nemmeno la depressione del Giappone degli anni '90 viene associata all'alto tasso di deflazione. Atkeson e Kehoe infatti sostengono che la diminuzione del tasso di crescita e del tasso di inflazione in Giappone non siano tra loro collegate ma siano semplicemente il normale processo di un paese che era economicamente arretrato e ha recuperato molto velocemente. C'è però da dire che i due concludono la loro ricerca ammettendo di non aver considerato variabili come il tipo di regime monetario dei paesi negli anni o se la deflazione

¹¹ Situazione in cui con tassi di interesse pari a 0 aumenti dell'offerta non riescono a modificare l'equilibrio sul mercato della moneta (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2014)

fosse stata anticipata o meno. Con il confronto di queste ulteriori variabili è possibile che risulti un'evidenza maggiore sul collegamento tra depressione e deflazione (Atkeson e Kehoe, 2004). Su questo studio potremo commentare che, dato l'anno in cui è stato effettuato, l'evidenza empirica fornita non considera la recente crisi finanziaria, che potrebbe fornire dati empirici discordanti con i risultati ottenuti. Tuttavia i risultati dello studio sono stati replicati anche da altri autori nel corso degli anni. Borio et al. (2015) riprendono lo studio del 2004 e lo estendono ad un dataset più grande, più di 140 anni arrivando fino al 2013 e considerando 2 effetti deflazionistici diversi: la riduzione del prezzo di beni e servizi e la riduzione del prezzo degli asset. Mentre dichiarano l'impatto del primo come ambiguo, per quanto riguarda il secondo dicono che è riconosciuto come questo eroda la ricchezza e il valore delle garanzie (gli asset), riducendo la domanda e la produzione (Borio et al., 2015). Il solo crollo dei prezzi dei beni e servizi infatti può essere dovuto anche a deflazione benigna grazie al miglioramento delle tecnologie produttive, le conseguenze della debt-deflation invece sono sempre correlate a un crollo economico. Senza differenziare i due effetti infatti si trovano risultati comparabili alla ricerca di Atkeson e Kehoe, il punto sta proprio nel separare l'effetto del crollo del prezzo degli asset dalla riduzione dei prezzi dei beni e servizi, che può essere difficile dato che spesso coincidono. Borio et al. in conclusione nei loro studi trovano esattamente l'evidenza empirica del fenomeno: un alto debito privato ha amplificato l'impatto della deflazione dei prezzi degli asset, ma non c'è un collegamento simile con la riduzione dei prezzi di beni e servizi (Borio et al., 2015).

2 Politiche a Supporto dell'Economia: Uscire dalla Deflazione

Considerati i pesanti effetti che una deflazione può provocare quando essa è collegata ad una crisi economica, le strade sono due: intraprendere politiche volte a prevenire la deflazione, e tutte le problematiche di cui abbiamo già parlato, o aspettare che il fenomeno prenda piede, che la crisi si ingrandisca, che i tassi fluttuino verso lo zero per poi iniziare a preoccuparsene e risolvere la situazione ex-post. Willem Buiters (2003, p. 53) scrive che “la deflazione si può sempre prevenire e, se prende piede, può essere sempre sovrastata attraverso l'azione coordinata delle autorità di politica monetaria e fiscale”.

Come dice Bernanke (2002) prevenire è sempre la strada da preferire se possibile. Bisogna evitare che la deflazione si radichi piuttosto che preoccuparsene una volta radicata (Baig et al., 2003).

Come abbiamo già visto stiamo parlando di un fenomeno che potrebbe non essere meramente monetario (King, 1994), la politica monetaria quindi, che dovrebbe comunque essere sufficiente a bloccare le aspettative deflazionistiche, potrebbe per diverse ragioni essere insufficiente o inadeguata, in questo caso la politica fiscale e riforme strutturali possono avere un ruolo determinante (Baig et al., 2003).

2.1 Prevenire è l'Alternativa Migliore

In una situazione economica di bassa inflazione prevenire il crollo del livello dei prezzi richiede interventi rapidi e aggressivi. Dalle esperienze passate infatti sappiamo che una deflazione sostenuta può presentarsi in maniera inaspettata, anche se tassi di interesse e tasso di inflazione sono bassi (Baig et al., 2003).

Prevenire la deflazione significa: sostenere la domanda aggregata quando essa è debole, preoccuparsi di una disinflazione sostenuta e di tassi di interesse bassi.

Gli strumenti a disposizione sono diversi e spesso vengono utilizzati congiuntamente. Le autorità monetarie possono essere in grado di contrastare da sole la deflazione solo se prevedono alcuni strumenti di politica monetaria non convenzionale (Buiters, 2003).

2.1.1 - Politica Economica

Il primo metodo per prevenire la deflazione è, come abbiamo appena accennato, sostenere la domanda aggregata, quando questa si riduce a livelli preoccupanti, “nel modo il più possibile coerente con il pieno utilizzo delle risorse economiche e un’inflazione bassa e stabile” (Bernanke, 2002). Bisogna però prestare attenzione a come si attuano le politiche economiche. Politiche monetarie e/o fiscali eccessivamente espansive infatti potrebbero provocare un aumento eccessivo non voluto dell’inflazione, con la conseguenza di un aumento ingiustificato dei prezzi (Feldstein, 2002).

Con una politica monetaria espansiva le banche centrali abbassano il tasso di interesse al fine di incentivare gli investimenti, e così di conseguenza la domanda aggregata (Fig 5). Quando questo però raggiunge lo zero lower bound, o vi si avvicina notevolmente, e la banca centrale non può più abbassare i tassi di interesse, sempre in campo monetario altre strade percorribili sono le cosiddette politiche monetarie non convenzionali. Queste, che prevedono comunemente la massiccia espansione dei bilanci delle banche centrali, hanno diverse forme. Tra le più comuni troviamo: “Credit Easing”¹², “Operation Twist”¹³ e “Quantitative Easing”. Quest’ultimo in particolare, che consiste nell’acquisto di titoli dal sistema bancario, differisce dalle normali operazioni di mercato aperto per la quantità di denaro coinvolta (Joyce et al., 2012, p. F272-273).

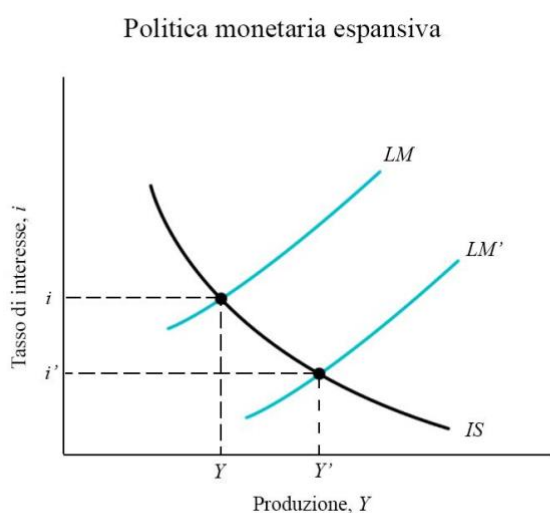


Fig. 5

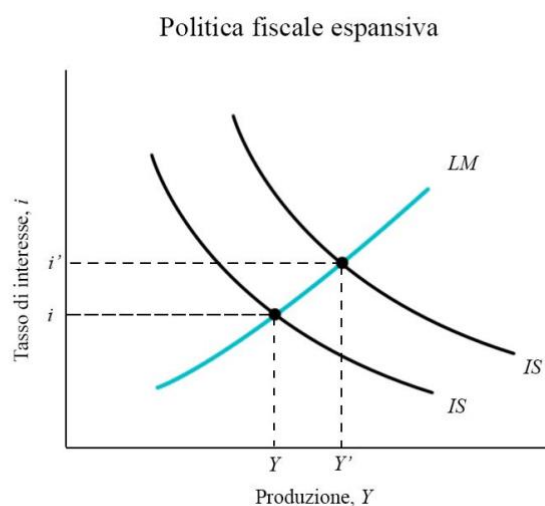


Fig. 6

¹² Acquisto di titoli garantiti da ipoteca da parte delle banche centrali (Joyce et al., 2012, p. F272)

¹³ Vendita di titoli di stato a breve termine di nuova emissione per finanziare l’acquisto di titoli a lungo termine facendo così alzare il prezzo di questi ultimi e ridurre il tasso d’interesse senza intaccare il bilancio della banca centrale (Joyce et al., 2012, p. F272)

Se da sola però la politica monetaria non dovesse bastare “la politica fiscale può svolgere un ruolo importante nel sostenere i redditi, alleviando la pressione sui bilanci di imprese e famiglie e sostenendo la fiducia” (Baig et al., 2003, p. 34). Un aumento della spesa pubblica e/o una riduzione delle tasse possono incentivare i consumi, la domanda e quindi la produzione (*Fig. 6*).

Contrastare la deflazione non è facile quanto contrastare l’inflazione. Un'aggravante non da meno della deflazione è che i tassi di interesse sono bassi e si corre il rischio che, in una situazione di bassa inflazione, con un brusco crollo dei prezzi inatteso i tassi di interesse possano raggiungere lo zero lower bound, con tutte le conseguenze già descritte. Una soluzione comunemente accettata (vedi Taylor, 2001; Bernanke, 2002; Baig et al., 2003; Svensson, 2003) per prevenire questo fenomeno è quella di stabilire un target di inflazione, da mantenere anche nei periodi favorevoli, che non sia troppo basso. Questa “zona cuscinetto” di inflazione (Baig et al., 2003, p. 32) assicura che un crollo inaspettato del livello dei prezzi non porti l’economia in deflazione e quindi i tassi di interesse allo zero lower bound (*Fig. 7*).

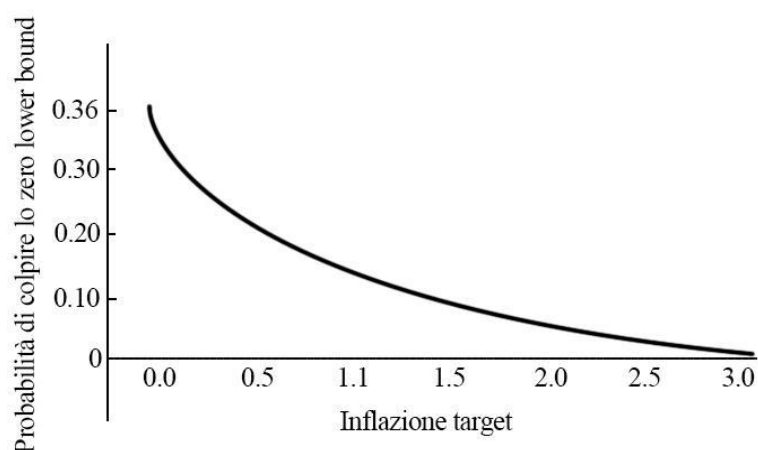


Fig. 7 - Fonte: Hunt e Laxton (vedi Baig et al., 2003)

Ovviamente la scelta del target da utilizzare come cuscinetto va pesata con i disagi che provoca il livello d’inflazione scelto (Bernanke, 2002). A tal proposito John Taylor nel 1993 suggerisce quello che la normale politica di tassi di interesse della banca centrale dovrebbe prevedere, ovvero un tasso di interesse al 4%, formato dalla somma di 2% di inflazione target e di 2% di tasso reale di interesse “neutrale” (vedi Rogoff, 2017, p. 50).

2.1.2 - Caratteristiche Strutturali del Sistema Economico

Alcuni metodi di prevenzione della deflazione stanno proprio alla base dell'apparato economico stesso. Un paese con un sistema di mercato aperto ha più protezione contro la deflazione di un paese ad economia chiusa. Basse barriere al commercio infatti aiutano a diffondere l'aggiustamento dello shock della domanda. Grazie a ciò anche un piccolo aggiustamento a livello globale può contribuire a migliorare lo squilibrio di un singolo stato. Ciò nonostante la globalizzazione contribuisce alla simmetria dei paesi non solo quando c'è un miglioramento della situazione ma può portare anche alla diffusione di shock negativi (Baig et al., 2003). Per di più si ha maggior protezione ancora contro la deflazione con un regime di tassi di cambio variabili. “Dove il tasso di cambio è fisso, compreso in un'unione monetaria, l'aggiustamento a shock negativi sulla domanda è molto più protratto, dato che opera attraverso i prezzi domestici piuttosto che sul tasso di cambio. Questo rende più probabile che aspettative deflazionistiche si sviluppino, con maggiori conseguenze deleterie per la domanda” (Baig et al., 2003, p. 34). Per di più un regime di cambi variabili mette a disposizione un ulteriore strumento utilizzabile per prevenire la deflazione ovvero la possibilità di deprezzamento della moneta. Se c'è rischio di deflazione un paese può immettere moneta nel mercato operando un deprezzamento della valuta e creando aspettative inflazionistiche, rendendo minima la minaccia di una deflazione trasmessa internazionalmente. Tuttavia una riduzione del tasso di cambio¹⁴ di un grande stato può avere effetti significativi come l'aumento delle esportazioni di quello stato a discapito dei beni nazionali degli altri stati, il che comporta comunque una tendenza al ribasso dei prezzi dei beni locali degli altri stati (Baig et al., 2003).

Infine non bisogna dimenticarsi della debt-deflation. La deflazione da debito infatti segue dinamiche diverse rispetto ad una deflazione provocata da un crollo della domanda. Ciò non toglie che non si possano prevedere politiche preventive anche per questo tipo di problematica. Bernanke (2002) infatti sostiene che “un sistema bancario in salute e ben capitalizzato e un mercato dei capitali che funziona correttamente sono una linea importante di difesa contro uno shock di deflazione [da debito]”. Continua l'economista statunitense dicendo che le banche centrali¹⁵ “dovrebbero usare il loro potere supervisionale e regolatore per garantire che il sistema finanziario mantenga la sua capacità di ripresa se le condizioni finanziarie dovessero cambiare rapidamente”.

¹⁴ Tasso di cambio inteso come il prezzo della valuta nazionale in termini di valuta estera

¹⁵ Bernanke parla riferendosi alla FED (Federal Reserve System) ma possiamo estendere la trattazione alle banche centrali in generale

2.2 Cosa Fare Quando si è in Presenza di Deflazione

Prevenire è possibile se vi è un sospetto che la deflazione prenda piede, se è quindi anticipata. Può capitare però che si crolli in una situazione di deflazione, senza avere il tempo di reagire, se non era attesa o se le iniziative prese non sono state efficaci. Con la deflazione che ormai è presente nello scenario economico bisognerà preoccuparsi di attuare politiche volte a contrastare il calo dei prezzi. Se alcune di queste possono essere utilizzabili anche come prevenzione alla deflazione, altre vengono utilizzate solo quando si è già riscontrata. Infatti, come si è già parlato di caratteristiche strutturali dell'apparato economico in fase di prevenzione, Baig et al. (2003) spiegano come riforme strutturali che aumentino la flessibilità del mercato e permettano di raggiungere una maggiore efficacia nel meccanismo di trasmissione della moneta, insieme a misure volte a promuovere mercati dei capitali più liquidi, possono contribuire a ridurre le frizioni generate dagli shock deflazionistici anche aumentando la fiducia e alzando le aspettative inflazionistiche. Tuttavia la presenza o meno di riforme strutturali non incide sulle altre politiche di carattere monetario o fiscale che possono essere effettuate (Baig et al., 2003). Stesso discorso vale per un deprezzamento del tasso di cambio. Un deprezzamento della moneta, utilizzabile in fase di prevenzione di una situazione di deflazione, può essere usato anche per cercare di uscire dalla deflazione. Questo infatti provoca un immediato aumento dell'indice dei prezzi al consumo (IPC)¹⁶ e genera un aumento delle esportazioni dato un cambio favorevole per gli acquirenti esteri, generando così un incremento della domanda di beni domestici. Ovviamente il peso e i benefici di questi due effetti sono proporzionali al grado di apertura di mercato dello stato che effettua la svalutazione (Svensson, 2003; Fendel e Frenkel, 2004).

2.2.1 - Politica Monetaria Convenzionale e Non Convenzionale

Come abbiamo già visto la deflazione può essere talmente grave da portare il livello dei tassi di interesse pari a zero, in caso contrario se la deflazione fosse abbastanza contenuta e il tasso di interesse fosse positivo la banca centrale potrebbe incentivare la spesa attraverso la riduzione di questo. Il tasso di interesse a cui si fa riferimento è un tasso di interesse nominale di breve termine governato dalla banca centrale, ne sono un esempio il “Federal Funds Rate” per la FED o il “Refinancing Tender” per la Banca Centrale Europea. Allo zero lower bound invece la banca centrale risulta vincolata nelle politiche convenzionali che può intraprendere. Ciò non rende impotente però l'autorità monetaria che invece ha altri strumenti a sua disposizione e può

¹⁶ Indicatore attraverso il quale viene effettuato il calcolo del tasso di inflazione, l'altro metodo utilizzato è attraverso il deflatore del PIL

ricorrere a diverse tipologie di azioni finalizzate a riportare il tasso d'inflazione ad un livello accettabile.

In un sistema di moneta legale¹⁷, infatti, la banca centrale dovrebbe essere sempre in grado di aumentare il livello dei prezzi (generare inflazione) e aumentare la spesa (Bernanke, 2002). Come abbiamo già visto la politica monetaria non convenzionale si compone di diversi strumenti caratterizzati dall'ingente ammontare monetario coinvolto. I più comuni, di cui si è già parlato, aiutano a aumentare la liquidità in circolazione e ad abbassare i tassi di interesse. Come dice Bernanke (2002) per stimolare la spesa aggregata, quando il tasso di interesse a breve raggiunge lo zero, la banca centrale deve "espandere la scala degli asset che acquista e, possibilmente, estendere le tipologie di asset acquistati". Il quantitative easing viene utilizzato proprio a questo fine. Per di più può essere previsto quello che viene chiamato "fiscal quantitative easing", ovvero una forma di quantitative easing mirata all'acquisto di azioni e obbligazioni dal settore privato. Questo è chiamato così perché unisce un normale quantitative easing, dove si utilizzano riserve della banca centrale per acquistare debito di stato a lungo termine, al credito diretto, ovvero l'emissione di debito di stato per l'acquisto di forme di debito privato. In più, allo zero lower bound, può essere molto più efficace di un semplice quantitative easing (Rogoff, 2017, p. 53). Il rischio tuttavia è che il bilancio della banca centrale possa andare incontro a perdite ingenti se dovesse esserci un crollo del valore degli asset acquistati. Altro problema delle politiche monetarie non convenzionali è che non è facile stabilire quanto ingenti debbano essere. E' sicuro però che tali rischi e incertezze siano poco rilevanti rispetto a ciò che possono comportare aspettative deflazionistiche sempre maggiori (Baig et al., 2003). Altra politica monetaria non convenzionale che la banca centrale può perseguire è un credit easing volto a ridurre il tasso di interesse di lungo periodo.

2.2.2 - Riduzione del Tasso di Interesse di Lungo Periodo

Una volta che i tassi di interesse a breve raggiungono lo zero lower bound non significa che i tassi a lungo termine siano anch'essi pari a zero, anzi, date le caratteristiche della struttura a termine dei tassi di interesse¹⁸ è possibile che i tassi a lungo siano ancora significativamente alti (Fendel e Frenkel, 2004). Una soluzione condivisa da diversi autori (vedi Bernanke, 2002; Baig et al., 2003; Svensson, 2003; Fendel e Frenkel, 2004) per influenzare la domanda aggregata e uscire così dalla deflazione è abbassare il tasso di interesse a lungo termine dato

¹⁷ "Fiat money", sistema valutario dove lo strumento utilizzato come pagamento non è legato ad alcuna riserva di materiale (esempio riserva di oro). La moneta utilizzata ha valore solo perché c'è una autorità, lo stato a cui fa riferimento, che riconosce quella moneta come strumento di pagamento a quel determinato valore (Treccani)

¹⁸ Descritta dalla curva dei rendimenti la struttura a termine dei tassi di interesse è "la relazione tra la durata dell'investimento e il tasso di interesse" (Berk e DeMarzo, 2015, p. 166)

che è questo che determina principalmente l'andamento della domanda (Fendel e Frenkel, 2004; Svensson, 2003).

Per attuare questa politica sembrano essere principalmente tre i metodi attraverso cui ridurre il tasso di interesse a lungo termine, essi sono utilizzabili sia congiuntamente sia singolarmente. Il primo metodo, presentato da Bernanke (2002) e sostenuto da diversi autori (Baig et al., 2003; Svensson, 2003; Fendel e Frenkel, 2004), consiste nello stabilire massimali precisi per i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine. Per rendere il tutto ancora più credibile la banca centrale può impegnarsi ad acquistare i titoli a lungo termine a quel determinato rendimento. Acquisto di titoli che è appunto il secondo metodo attraverso il quale è possibile ridurre il tasso di interesse di lungo periodo. Tale operazione d'acquisto però non deve essere ristretta ai soli titoli di stato anche se a seconda del tipo di asset acquistato dalla banca centrale possono subentrare implicazioni per i mercati finanziari (si modificano le preferenze dei consumatori) e per il bilancio della banca centrale (si mina alla sua stabilità se dovesse esserci un crollo nel valore degli asset) (Baig et al., 2003).

In tutto questo però se le aspettative sul tasso di interesse a lungo termine, determinate dalle aspettative di breve periodo, non si abbassano, allora il tasso di interesse di lungo periodo non riuscirà mai a scendere abbastanza per provvedere un sufficiente stimolo economico (Svensson, 2003).

Dunque, l'ultimo metodo utilizzabile, secondo diversi economisti (Bernanke, 2002; Baig et al., 2003; Svensson, 2003; Fendel e Frenkel, 2004), implica che la banca centrale si impegni a mantenere i tassi di interesse di breve termine della banca centrale ("Federal Funds Rate", "Refinancing Tender" ecc) a zero per un determinato periodo di tempo. "Dato che i tassi a lungo termine rappresentano la media dei tassi a breve attuali e attesi più un premio alla scadenza, un impegno a tenere i tassi a breve termine a zero per un determinato periodo ... porta ad un ribasso del tasso di interesse a lungo periodo" (Bernanke, 2002).

2.2.3 - Il Mercato del Credito e l'Incremento di Liquidità

Parlando di secular stagnation si è già detto come un crollo dell'offerta di credito in una crisi porti a debt-deflation. La mancanza della disponibilità delle banche a concedere prestiti comporta minor spesa per investimenti, minor produzione e, di conseguenza, minor domanda. Per invertire questa tendenza la banca centrale può, con due metodi alternativi, incentivare le banche a concedere ulteriori prestiti. Il primo metodo consiste nel ridurre il rischio di credito e il rischio di mercato dai bilanci delle banche commerciali. Per farlo la banca centrale dovrà attuare una serie di acquisti di titoli dalle banche stesse. Tale politica di acquisti, oltre a ridurre il tasso di interesse a lungo termine nel caso in cui fossero inclusi strumenti finanziari a lungo

termine, porta alla riduzione del rischio dal bilancio delle banche. Queste, avendo meno rischio di credito nel loro portafoglio, potranno permettersi di concedere ulteriori crediti e saranno incentivate a farlo data la natura dell'attività bancaria. La banca centrale in questo caso però dovrà stare attenta a quali asset acquistare dalle banche per evitare di influenzare le strutture di portafoglio degli investitori (Fendel e Frenkel, 2004).

Il secondo metodo consiste invece nell'incentivare il credito delle banche attraverso la riserva obbligatoria per legge. Riducendo la riserva minima obbligatoria per legge le banche si trovano ad avere liquidità inutilizzata da poter investire o in investimenti finanziari o sul mercato del credito.

Nel caso in cui la liquidità generata dalle banche non sia sufficiente la banca centrale può comunque sovvenzionare i privati da sola senza l'intermediazione di banche o altri intermediari. Questo può essere fatto attraverso l'acquisto di azioni o obbligazioni di società oppure attraverso un generale supporto ai prezzi delle attività (Fendel e Frenkel, 2004). Goodfriend (2000) a riguardo dice che “la banca centrale può stimolare l'economia acquisendo principalmente asset illiquidi come obbligazioni che vengono scambiate raramente. Tale scambio fornirebbe al settore privato una maggiore liquidità, che a sua volta stimolerebbe la spesa.” (vedi Fendel e Frenkel, 2004, p. 169).

2.2.4 - Aspettative e Target di Inflazione

Come abbiamo già detto al fine della buona riuscita di policy volte a diminuire la deflazione le aspettative contano. La loro importanza arriva a tal punto che Kenneth Rogoff (2017, p. 53) suggerisce come metodo per stimolare consumi ed investimenti la “Forward Guidance”¹⁹ della banca centrale dove si comunica un aumento dell'inflazione. Tuttavia lo stesso autore aggiunge che ad oggi è difficile fare questo tipo di dichiarazioni e risultare credibili, ciò a causa del turnover al governo della banca centrale e del fatto che la banca centrale stessa non avrebbe vantaggi a mantenere ciò che è stato dichiarato una volta superata la crisi deflazionistica (un problema di “commitment”).

Altra proposta che viene fatta da diversi autori tra cui Rogoff stesso (Svensson, 2003; Rogoff, 2017) è quella di alzare il target di inflazione della banca centrale. Alzare il target di inflazione significa, se l'annuncio è credibile, alzare le aspettative di inflazione e così il livello stesso dei tassi nominali. Questa però non è una manovra senza inconvenienti. Dopo che per molto tempo le banche centrali hanno sostenuto un target ottimale di inflazione ad un livello del 2%, alzarlo significherebbe provocare instabilità e sarebbe un'azione poco credibile. In più, un problema

¹⁹ Insieme degli annunci e dichiarazioni effettuati dalla banca centrale con i quali condiziona le aspettative future sui mercati

non transitorio, a differenza del precedente, sarebbe quello legato all'inflazione stessa. Un più alto livello di inflazione perseguita per molto tempo significherebbe un aumento delle indicizzazioni e aggiustamenti di prezzo più frequenti che potrebbero indebolire la potenza della politica monetaria.

Infine, un metodo simile è quello di stabilire un percorso al rialzo target per il livello dei prezzi. La differenza tra questo metodo e quello del target di inflazione si nota in un anno in cui non si è raggiunto il target previsto. Con un target di inflazione se in un anno non si raggiunge l'obiettivo il target non cambia e l'aumento di inflazione dell'anno successivo dovrà essere lo stesso che sarebbe dovuto accadere nell'anno in corso. Utilizzando un percorso target dei livelli di prezzi invece se in un anno l'inflazione non ha raggiunto gli obiettivi prestabiliti per quel periodo nell'anno successivo l'aumento dell'inflazione dovrà essere maggiore di quello previsto per riallinearsi al percorso target (Svensson, 2003).

“Un percorso target del livello dei prezzi può anche partire da un livello di prezzo più alto di quello corrente con quel ‘price gap’ da annullare” (Svensson, 2003, p. 152). “Un percorso target per il livello dei prezzi ha il vantaggio, se credibile, di generare maggiori aspettative inflazionistiche di lungo periodo” (Svensson, 2003, p. 152).

2.2.5 - Tasso di interesse negativo

Lo zero lower bound è, come già ripetuto, un vincolo che impone alla politica monetaria di non portare i tassi sotto lo zero. Questo però è solo un vincolo autoimposto dalle banche centrali a causa della paura che un tasso di interesse negativo porti ad una massiccia corsa al contante. Con determinate condizioni infatti è possibile perseguire una politica di tassi di interesse

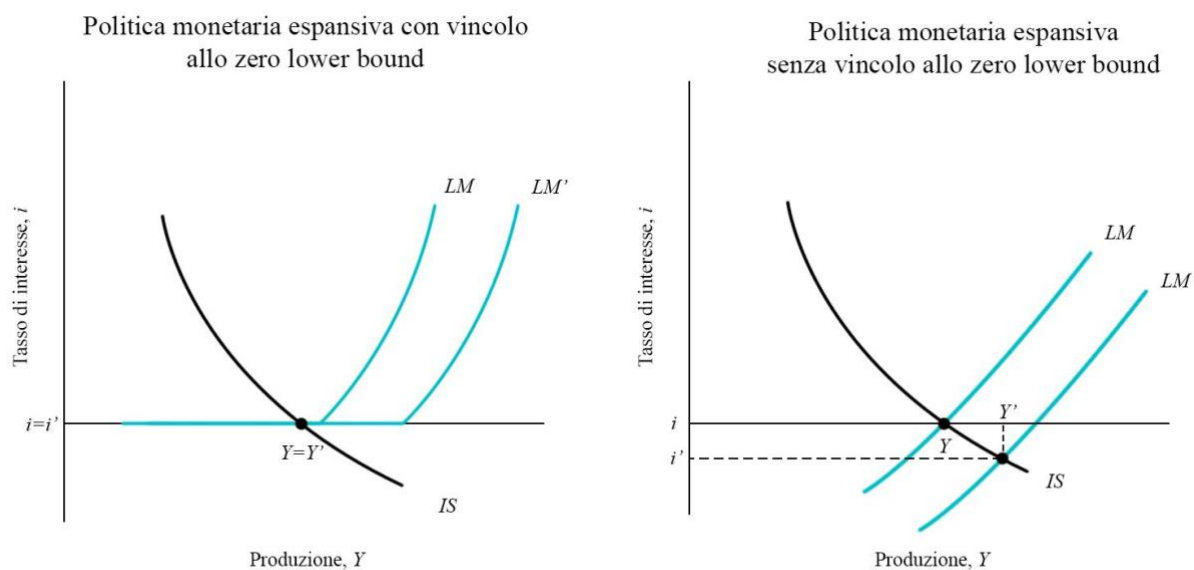


Fig. 8

negativi che implica la possibilità di estendere la politica monetaria espansiva per ridurre il tasso di interesse reale e aumentare investimenti, produzione e domanda (*Fig. 8*).

Anche se l'eliminazione del contante non è un prerequisito strettamente necessario per poter attuare una politica di questo tipo, la crescita dei pagamenti elettronici e la marginalizzazione dei pagamenti in contanti nelle transazioni legali facilita infatti la riduzione sotto lo zero dei tassi (Rogoff, 2017).

Kenneth Rogoff (2017) suggerisce altri tre approcci, oltre al passaggio ad un'economia senza contanti²⁰, per permettere di raggiungere tassi negativi: trovare un metodo tecnologico per pagare interessi sul contante, attuare politiche per cui l'accumulo di contante sia più costoso e infine creare un tasso di cambio ancorato tra valuta contante e riserve bancarie.

Il primo metodo dei tre suggeriti è stato proposto da Goodfriend (2000) e Buiter e Panigirtzoglou (1999) per eliminare il vincolo dello zero lower bound e permettere l'esistenza di tassi di interesse negativi in equilibrio. Questo consiste sostanzialmente nell'introdurre una tassa sul denaro (vedi Svensson, 2003). Sebbene sia tecnicamente possibile tassare le riserve bancarie, i pagamenti elettronici e le carte prepagate, introdurre una tassa di questo tipo implicherebbe "innovazioni tecnologiche come chip elettronici nelle banconote o una lotteria che determina quali banconote numerate in una serie diventano senza valore in ogni periodo. Potrebbe anche presentarsi l'inconveniente di banconote che circolano con la stessa denominazione, ma che negoziano con sconti diversi" (Svensson, 2003, p. 154). Un sistema di questo tipo però genererebbe facilmente risentimento pubblico dato che farebbe azzerare il valore dei soldi posseduti da alcune persone (Svensson, 2003).

Il secondo dei tre metodi si basa sul fatto che, seppur allo zero lower bound, il tasso di interesse non raggiunge mai lo zero per ragioni di costi (di trasporto, di stoccaggio di denaro, di assicurazione da furto ecc). Indipendentemente dal fatto che gli stati quindi possono porre un tasso di interesse appena negativo senza rischiare una corsa al contante, a causa delle stesse ragioni di costo un'eliminazione delle banconote di taglio grande comporterebbe un aumento dei costi di accumulo del contante che così possono arrivare ad essere molto significativi, spingendo così i soggetti che prima potevano accumulare grossi quantitativi di denaro a utilizzare quelle somme.

L'ultimo metodo comporterebbe una doppia valuta per un unico paese, una valuta monetaria e una valuta "reale" bancaria costituita dalle riserve bancarie. La fattibilità di una doppia valuta è stata inizialmente sostenuta da Robert Eisler (1932) e in seguito ripresa da altri autori (vedi Rogoff, 2017). La corsa al contante con quest'ultimo metodo sarebbe evitata grazie ai

²⁰ Si parla comunque non di una società priva di denaro contante ma con un quantitativo molto limitato (Rogoff, 2017)

deprezzamenti che si possono fare alla valuta monetaria rispetto alla valuta elettronica. Tuttavia questo metodo comporta alcuni problemi, le valute infatti non sono perfetti sostituti e ciò può provocare lo scostamento del tasso di interesse della valuta bancaria dai contanti (Rogoff, 2017).

2.2.6 - Politica Fiscale: Spesa Pubblica e Tassazione

“L’efficacia di una politica anti-deflazione può essere significativamente aumentata dalla cooperazione tra autorità monetarie e fiscali” (Bernanke, 2002). Se, in seguito alle politiche di incremento della liquidità, di riduzione del tasso di interesse e di tutte le altre politiche monetarie volte a rilanciare la spesa e la domanda aggregata, la risposta delle famiglie e delle imprese non è sufficiente a dare un impatto significativo all’economia e a ridurre la deflazione, lo stato con la spesa pubblica può garantire sempre un incremento della produzione, implicitamente quindi della disoccupazione e della domanda (Fig. 9).

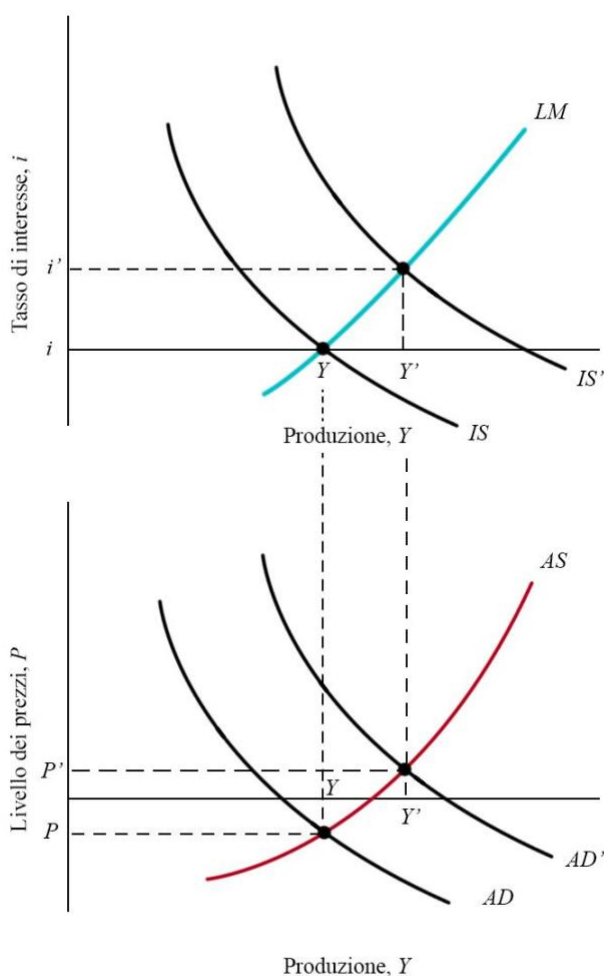


Fig. 9

Una politica fiscale espansiva per di più può essere finanziata da una espansione monetaria (Baig et al., 2003), raddoppiando così la potenza dell’azione anti-deflazionistica.

Tuttavia la politica fiscale deve essere mirata ai soggetti con liquidità vincolata e soprattutto non dovrebbe essere mirata a scopi politici. Infine la politica fiscale deve essere fatta in modo da non aumentare stabilmente la spesa pubblica (Baig et al., 2003), ciò per evitare anche un peggioramento consistente del debito pubblico. Come dice Eggertsson (2003) “a seconda del grado di indipendenza della banca centrale il settore privato potrebbe anticipare la politica fiscale espansiva con debito finanziato dalla banca centrale, con un conseguente aumento delle aspettative inflazionistiche” (vedi Svensson, 2003, p. 155).

Tuttavia come dice Feldstein (2002) uno stimolo fiscale non deve per forza comportare un aumento del debito di stato. L'economista statunitense infatti dice che “un cambiamento strutturale di tassazione che incentivi a spendere cambiando i prezzi relativi, ad esempio un credito d'imposta temporaneo sugli investimenti finanziato con una sovrattassa temporanea per le società, potrebbe stimolare la spesa senza aumentare il deficit di bilancio e il debito nazionale” (Feldstein, 2002). Lo stesso Feldstein (2002) in un altro articolo suggerisce che introducendo un'imposta sul valore aggiunto a tasso crescente e contemporaneamente riducendo le imposte sul reddito si otterrebbe nel breve periodo un aumento dei consumi e grazie all'effetto intertemporale di sostituzione si ripristinerebbe un'inflazione positiva (vedi Auerbach e Obstfeld, 2004).

Questa teoria è stata ripresa da Auerbach e Obstfeld (2004) che nel loro studio hanno sviluppato un modello che ne dimostra la veridicità.

Nel lungo periodo i benefici di tale riforma fiscale sarebbero il passaggio graduale da una tassazione sul reddito ad una più efficiente tassazione sul consumo. Per di più l'applicazione di questa riforma prescinde, come ogni altra riforma fiscale, dalla situazione di trappola della liquidità (Auerbach e Obstfeld, 2004).

2.3 Politiche per Uscire dalla Stagnazione Secolare

A conclusione della parentesi aperta riguardante la secular stagnation possiamo dire che questa condizione seppur “secolare” non è irreversibile e si possono prevedere azioni per uscire dalla stagnazione e rilanciare la crescita economica.

In particolare Summers (2015) individua tre strade per uscire dalla secular stagnation, sebbene la prima sia considerata solo come plausibile, ma difficilmente fattibile. La prima opzione è quella di incentivare la spesa attraverso investimenti pubblici e privati, in particolare Summers (2015, p. 64) pone l'attenzione sulla spesa pubblica definendola come “la potenziale chiave per ripristinare una crescita ragionevole”. La seconda opzione parla di politica monetaria, anche se l'efficacia di una politica monetaria espansiva può essere ridotta data la prossimità dei tassi di interesse allo zero lower bound. La terza opzione invece, individuata nel suo articolo precedente (2014), indica come possibile soluzione l'ulteriore diminuzione del tasso di interesse reale che può venir fatta attraverso un quantitative easing o attraverso l'aumento del target di inflazione. Con i tassi nominali allo zero lower bound un'inflazione attesa più alta riduce il tasso di interesse reale ma bisogna considerare gli aspetti negativi già descritti nei capitoli precedenti.

Infine Summers (2015) individua una possibilità di ripresa attraverso riforme strutturali che incrementino il potenziale dell'economia rendendola più flessibile, ma viene scartata come reale soluzione visto che in una recessione le riforme strutturali sono scoraggiate o non adatte a superare la secular stagnation. L'unica reale e sicura soluzione individuabile in via generale è la prima, investimenti pubblici e privati, anche se poi si devono considerare le situazioni specifiche di ogni stato per cui potrebbero essere altre strade percorribili.

3 La Grande Depressione negli Stati Uniti

3.1 Lo Scoppio della Crisi

La Grande Depressione fu una delle più gravi crisi della storia economica che ha avuto rilievo a livello globale. Questa ha avuto origine negli Stati Uniti nel 1929 e, come dicono Obstfeld e Rogoff (1996), è stata causata da una “contrazione esogena che si è propagata in tutto il mondo attraverso una combinazione di errori politici e carenze tecniche nel gold standard in vigore nel periodo tra le due guerre mondiali” (vedi Baig et al., 2003, p. 17).

Pur non esistendo una causa generalmente accettata come scatenante della crisi si possono elencare i fattori che hanno contribuito al crollo. Tra questi troviamo la sovrapproduzione e politiche monetarie, creditizie e commerciali non adeguate (Pollard, 2012). Da non escludere però sono anche i problemi alla base dell’economia ereditati dalla Grande Guerra. Temin (1989) infatti dice come sia stata la Prima Guerra Mondiale “lo shock che ha dato il via alla Depressione”. Questa infatti, oltre ai risarcimenti e ai debiti di guerra che hanno comportato oneri e provocato incertezza, ha disegnato nuovi confini politici senza una logica economica a monte. Ciò ha portato a paesi con una capacità di produzione sopra il necessario in alcuni settori e con sottocapacità di produzione in altri rispetto all’equilibrio di lungo periodo (vedi Bernanke e James, 1991, p. 36). In tutto ciò si fa risalire l’inizio della Grande Depressione al crollo della Borsa Valori di New York nell’ottobre del 1929. “La causa del crollo è stato il ritiro dal mercato dei capitali degli investitori stranieri e di banche e istituzioni americane non newyorkesi” (Pollard, 2012, p. 120). Vedendo così ridotto il valore delle proprie azioni le aziende, che avevano utilizzato l’emissione di titoli azionari come finanziamento per gli investimenti, sono state costrette a ridurre le spese e così la produzione. Discorso simile per la maggior parte del ceto medio americano. Il crollo della borsa è stato il culmine di un periodo di forti speculazioni nel mercato azionario da parte della classe media americana che si è ritrovata in bancarotta quando in seguito al crollo dei valori azionari non è più stata in grado di ripagare i prestiti accesi per le speculazioni attraverso la vendita delle azioni stesse. Ciò ha portato quindi a un crollo dei consumi, che nel periodo ‘29 - ’33 ha raggiunto il 20% (vedi King, 1994), e una riduzione della domanda così come delle importazioni. In realtà già prima del ‘29, nella seconda metà degli anni Venti, l’economia statunitense aveva registrato un crollo della domanda ma è stata poi oscurata dalla grande corsa alle speculazioni della borsa di New York (Pollard, 2012). La Grande Depressione infatti è avvenuta dopo un periodo di forti rialzi al prezzo delle azioni e

degli immobili, dove il credito era enormemente concesso e la produzione aveva registrato una forte crescita. Per di più questo periodo era caratterizzato da un'inflazione bassa o addirittura negativa in alcuni casi, provocata da un forte aumento della produttività, e di conseguenza tassi di interesse bassi (Borio et al., 2015). La Federal Reserve, come dice Hamilton (1987), anche nel tentativo di frenare gli impulsi speculatori si impose con una stretta monetaria nel 1928 che fece diminuire i prezzi del 4% alzando i tassi di interesse di altrettanti punti percentuale, con il picco del ciclo economico raggiunto nell'agosto del '29 e la crisi che sarebbe iniziata due mesi più tardi.

Fattori più importanti del crollo della borsa in sé sono stati quindi la contrazione monetaria, secondo Friedman e Schwartz (1963), che ha portato a una forte riduzione dell'offerta di moneta e le "interruzioni nel canale di intermediazione bancaria" a detta di Bernanke (1995) (vedi Baig et al. 2003, p. 17), si può dire quindi che la contrazione iniziale sia stata auto-procurata. Come dice Temin (1989), "una volta prese le misure politiche destabilizzanti, poco può essere fatto per evitare la deflazione e la depressione, dato l'impegno delle banche centrali di mantenere il gold standard" (vedi Bernanke e James, 1991, p. 40). Il crollo finanziario infatti è stato poi caratterizzato "dal crollo dei prezzi delle attività, [ovvero debt-deflation, come spiegheremo in seguito,] panico bancario, una enorme contrazione economica reale, disoccupazione di massa e la deflazione del prezzo di beni e servizi" (Borio et al., 2015, p. 38).

A supporto della tesi che la contrazione monetaria sia stata propagata dallo standard monetario internazionale si può argomentare che i paesi che sono usciti velocemente dal gold standard o che non lo prevedevano hanno evitato le pressioni deflazionistiche. Ciò è stato confermato da Choudhri e Kochin (1980) che presentano il caso della Spagna. Questa non ha mai reintrodotta il gold standard dopo il conflitto mondiale e ha permesso al tasso di cambio di fluttuare evitando così la deflazione e il crollo della produzione che ha colpito il resto dell'Europa. In più gli stessi autori riportano come esempio i paesi scandinavi e il Regno Unito. Tutti questi hanno abbandonato il gold standard nel 1931 e hanno iniziato subito la ripresa dalla Depressione rispetto agli altri paesi europei che invece hanno mantenuto lo standard monetario (vedi Bernanke e James, 1991).

Il panico bancario è stato caratteristica del crollo finanziario della Grande Depressione ed è stato causato dalla deflazione e da vincoli di policy imposti dal gold standard, la rigidità di questo sistema valutario infatti non permetteva alla banca centrale di emettere credito per migliorare la situazione di panico e anzi, "poiché il panico bancario spesso coincideva con le crisi di cambio ... al fine di mantenere la convertibilità le banche centrali hanno in genere irrigidito la politica monetaria di fronte al panico" (Bernanke e James, 1991, p. 53). Questo, come dice Bernanke (1983), può influenzare la performance dell'economia reale in base a

quanto interferisce con il normale flusso di credito. Tuttavia se il sistema bancario è abbastanza indebolito allora anche senza grande panico bancario la performance economica può essere intaccata (vedi Bernanke e James, 1991).

A supporto della connessione tra panico bancario e deflazione Bernanke e James (1991) mostrano infatti che in nessun paese vi è stato più alcun panico bancario dopo l'abbandono del gold standard. Tuttavia è anche vero che in seguito all'abbandono del gold standard ogni paese ha introdotto forti riforme finanziarie. Tra il 1930 e il 1933 fallirono quasi 9000 banche statunitensi²¹. Ciò avvenne perché il sistema bancario statunitense era formato da molte piccole banche. In periodo di crisi per sopravvivere queste dovevano richiedere la restituzione dei crediti, avendo capacità e riserve limitate. Con il crollo della produzione a livello globale però la restituzione non fu garantita, provocando il fallimento degli istituti di credito (Pollard, 2012). Altro aspetto importante che ha caratterizzato la Grande Depressione è stato, come già detto, la presenza di debt-deflation, Fisher (1933) infatti descrive come esempio perfetto di depressione da debt-deflation proprio la Grande Crisi, dove i debiti avevano raggiunto livelli mai visti prima, dato che negli anni Venti i debiti dei consumatori si sono raddoppiati (King, 1994). La tendenza di prendere a prestito per speculare si sviluppa, secondo l'economista (1933, p. 349), per diverse ragioni come "l'attrazione per grandi dividendi o guadagni di reddito" ma anche per grosse possibili plusvalenze o mode spericolate, concludendo con frodi che possono svilupparsi data la poca conoscenza del mondo finanziario del pubblico. In seguito alla liquidazione degli asset necessaria a fronte delle richieste di rientro dei debiti, il livello del debito stesso non faceva altro che aumentare, alimentando la spirale deflazionistica descritta dall'autore. Nel marzo del 1933, spiega lo stesso Fisher, la liquidazione degli asset aveva ridotto il debito del 20%, tuttavia il dollaro era aumentato del 75% provocando così un aumento in termini reali del debito del 40%²².

3.2 La Strada Verso la Ripresa

Per quanto riguarda il livello di deflazione, questa è iniziata già nel '27, prima dell'inizio della depressione (Hamilton, 1987). Si registra che tra il 1929 e il 1933 l'indice dei prezzi al consumo, così come il deflatore del PIL, ha subito un declino del 24%, con il tasso di deflazione che superava il 10% nel 1932. Nell'arco dell'intera crisi il PIL reale per capita è crollato circa del

²¹ Il picco della crisi bancaria fu nel 1931 quando erano già passati quasi due anni di deflazione e depressione (Bernanke e James, 1991)

²² $(100\% - 20\%) * (100\% + 75\%) = 140\%$ (Fisher, 1933)

30% con un tasso di disoccupazione in rialzo fino al 25%, un quarto della popolazione attiva, partendo dal 3% pre-crisi (Williams, 2009). In più ciò che dimostra la gravità di tale depressione è anche il crollo della produzione industriale che si è ridotta per il 45%, segnata dal declino delle esportazioni data la crisi globale a cui si aggiunge la riduzione delle importazioni (Pollard, 2012).

Si possono imputare due errori di policy alla Federal Reserve. Il primo è stato quello di credere che il crollo del livello dei prezzi e della domanda fosse solo una conseguenza necessaria per la correzione degli eccessi degli anni Venti come la creazione di capacità in eccesso, oltre a considerare i molteplici fallimenti bancari come il risultato di una cattiva gestione e di prestiti concessi per speculare su terreni e azioni²³. Il secondo errore che si può imputare alla banca centrale statunitense è invece l'ostinazione nel mantenere lo standard aureo (Baig et al., 2003). Come infatti abbiamo già visto il gold standard e le sue politiche monetarie rigide sono stati una delle principali cause per la caduta del livello dei prezzi e la propagazione della Grande Crisi. Questo, a partire dall'inizio della crisi, è stato abbandonato dagli stati che lo prevedevano, chi prima e chi dopo, con il Regno Unito come primo detrattore. Questo abbandonò il gold standard nel 1931 e venne seguito da altri trentadue stati nello stesso anno nella speranza di ottenere un vantaggio competitivo internazionale svalutando la propria moneta. Gli Stati Uniti si decisero di abbandonare il gold standard solo nel 1935 con l'amministrazione Roosevelt. Dopo gli Stati Uniti solo pochi stati prevedevano ancora il sistema aureo, tra cui Italia, Francia e Svizzera (Pollard, 2012).

Le politiche volte a superare la crisi negli anni tra il 1929 e il 1931 comprendevano tutte politiche monetarie e fiscali restrittive con l'obiettivo di "impedire il deflusso di oro e valute estere, di tagliare le spese e aumentare le entrate per pareggiare i bilanci statali" (Pollard, 2012, p. 120). Implicitamente si voleva restaurare il sistema liberista, di cui il presidente Hoover era fervente sostenitore, riducendo l'intervento statale. Tuttavia ciò rafforzò la spirale verso il basso aggravando la crisi (Pollard, 2012).

Con l'elezione del presidente Franklin Delano Roosevelt questi si impegnò in politiche volte a risanare l'economia statunitense e, nello stesso anno della sua elezione, il 1933, adottò il New Deal, il piano di riforme e politica economica volto a far uscire gli Stati Uniti dalla grave crisi in atto. Questo prevedeva una serie di interventi statali nell'economia senza però compromettere le basi capitalistiche del sistema economico (Treccani, Dizionario di Storia), in contrasto quindi con la precedente amministrazione, sia attraverso opere pubbliche volte a ridurre la disoccupazione, sia attraverso interventi statali come l'introduzione di sussidi diretti

²³ Errore non da poco dato che la FED era stata istituita originariamente in parte anche per scongiurare un possibile panico bancario (Hamilton, 1987)

agli agricoltori con la finalità di alzare i prezzi oltre a sussidiare la produzione. Tale New Deal fu composto da una serie di atti che prevedevano diversi interventi. Il National Recovery Act per esempio “introdusse norme sulla produzione e sui prezzi industriali nonché una nuova normativa a tutela del lavoro” (Pollard, 2012, p. 133). In questa tra le altre cose si regola la settimana lavorativa e il minimo salariale. Altri interventi statali previsti sono stati la statalizzazione della produzione di energia idroelettrica nel fiume Tennessee e il controllo della sua navigazione fluviale, l’istituzione di nuove agenzie per l’assistenza pubblica (Pollard, 2012), la riforma tributaria e la legge sulla sicurezza sociale che ha previsto la pensione di anzianità per gran parte dei lavoratori (Treccani, Dizionario di Storia). Per risolvere i problemi legati al settore bancario la politica di Roosevelt prevedeva l’introduzione delle assicurazioni sui depositi bancari (Pollard, 2012).

Il New Deal tuttavia dovette andare in contro a numerosi ostacoli politici, questi si riuscirono a superare grazie al supporto del movimento sindacale il cui potere è stato consolidato dal New Deal stesso. Questi, come documenta Pollard (2012, p. 133), “furono messi in condizione di pretendere salari più elevati e di rafforzare il potere d’acquisto dei ceti operai”.

Il New Deal ebbe gran riscontro e successo, riuscendo addirittura a dimezzare la disoccupazione. Come dice Fisher (1933) infatti è stato uno strumento appropriato che è riuscito a ribaltare il fenomeno deflattivo che, se non arginato, avrebbe potuto portare ad un peggioramento ulteriore della situazione, con fallimenti generali di aziende e addirittura dell’apparato pubblico, in contrasto con chi all’epoca diceva che l’economia aveva raggiunto il punto più basso e poteva solo migliorare. Tuttavia è stato grazie all’avvicinarsi del secondo conflitto mondiale che gli Stati Uniti sono riusciti a riprendersi dalla crisi, grazie appunto all’industria bellica (Treccani, Dizionario di Storia).

Conclusione

Che sia causata da un crollo della domanda o da una situazione di sovraindebitamento che porta alla svendita degli asset (debt-deflation), la deflazione comporta sempre effetti recessivi che portano gravi danni all'apparato economico e possono arrivare anche ad ostacolare la politica economica, come nel caso in cui un alto livello di deflazione porti i tassi nominali allo zero lower bound.

Tuttavia, che sia il risultato di una recessione o che sia essa stessa fonte di un periodo di crisi economica, se non è stato possibile, o non si è riuscito, a evitare a monte la sua formazione, la deflazione è un fenomeno che va arginato e per il quale si devono prendere provvedimenti risolutivi. Questi, indipendentemente dalla presenza di zero lower bound che ostacola la politica monetaria convenzionale, possono sempre essere previsti e le tipologie di azioni che si possono attuare sono diverse. Si può optare per la politica monetaria, convenzionale o non convenzionale a seconda della situazione economica in cui ci si trova, la seconda infatti verrà utilizzata nel sopracitato caso in cui i tassi abbiano raggiunto lo zero lower bound. Anche altri sono i metodi per ovviare al vincolo dei tassi a zero come la riduzione dei tassi di interesse a lungo termine. Vincolo che può comunque essere rimosso con una politica di tassi di interesse passivi ma solo a determinate condizioni. In più possono essere sempre previste azioni di politica fiscale, per far riprendere consumi e domanda aggregata attraverso una espansione fiscale, o infine altre azioni come quelle di carattere valutario o quelle volte a modificare le aspettative dei consumatori.

Ciò è dimostrato dalla storia. Viene documentato da Fisher (1933) infatti che il New Deal, la politica di Roosevelt per risanare l'economia pubblica, sia stato uno strumento efficace per sconfiggere la pesante deflazione da debito che ha colpito l'economia statunitense alla fine degli anni Venti e nei primi anni Trenta.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., 2010. "New Deal" [online]. *Treccani, Dizionario di Storia*. Disponibile su <[http://www.treccani.it/enciclopedia/new-deal_\(Dizionario-di-Storia\)/>](http://www.treccani.it/enciclopedia/new-deal_(Dizionario-di-Storia)/>) [Data di accesso: 25/08/18].

AA.VV., 2012. "Ciclo Economico" [online]. *Treccani, Dizionario di Economia e Finanza*. Disponibile su <http://www.treccani.it/enciclopedia/ciclo-economico_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/> [Data di accesso: 13/08/2018].

AA.VV., S.d. "Fiat Money" [online]. *Treccani, Enciclopedia on line*. Disponibile su <<http://www.treccani.it/enciclopedia/ fiat-money/>> [Data di accesso: 20/08/2018].

ATKESON, A., KEHOE, P. J., 2004, Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?. *American Economic Review*, Vol. 94 (2), 99–103.

AUERBACH, A. J., OBSTFELD, M., 2004. Monetary and Fiscal Remedies for Deflation. *The American Economic Review*, Vol. 94 (2), 71-75.

BAIG, T., et al., 2003. *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*. IMF Occasional Papers 221, International Monetary Fund.

BERK, J., DEMARZO, P., 2015. *Finanza Aziendale*. 3° ed. Torino: Pearson Italia S.p.A., p. 166.

BERNANKE, B. S., 2002. *Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here* [online]. Speech 530, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Disponibile su <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/>> [Data di accesso: 08/07/18].

BERNANKE, B. S., GERTLER, M., 1990. Financial Fragility and Economic Performance. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105 (1), 87-114.

BERNANKE, B. S., JAMES, H., 1991. The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. *In: HUBBARD, R. G., a cura di, 1991. Financial Markets and Financial Crises.* Chicago: University of Chicago Press, 33-68.

BLANCHARD, O., AMIGHINI, A., GIAVAZZI, F., 2014. *Macroeconomia: Una Prospettiva Europea.* 2° ed. Bologna: Il Mulino.

BORIO, C., et al., 2015. The Costs of Deflations: a Historical Perspective. *BIS Quarterly Review*, Marzo, 31-54.

BUITER, W. H., 2003. *Deflation: Prevention and Cure.* NBER Working Paper n 9623.

FELDSTEIN, M. 2002. Deflation. *Osservazioni fatte durante BIS Central Bankers Dinner.* Città del Messico, 11/11/2002.

FENDEL, R., FRENKEL, M., 2004. Deflation and the Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates. *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 18 (3), 160-180.

FISHER, I., 1932. *Booms and Depressions.* 1° ed. New York: Adelphi, p. 11.

FISHER, I., 1933. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, Vol. 1, 337-357.

HAMILTON, J. D., 1987. Monetary Factors in the Great Depression. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 19 (Marzo 1987), 145-169.

HALTOM, R., 2013. Sticky Wages. *Econ Focus (Federal Reserve Bank of Richmond)*, Vol. 17 (1), p. 10.

HANSEN, A. H., 1939. Economic Progress and Declining Population Growth. *The American Economic Review*, Vol. 29 (1), 1-15.

JOYCE, M., et al., 2012. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy - An Introduction. *The Economic Journal*, Vol. 122 (564), Features (Novembre 2012), F271- F288.

- KING, M., 1994. Debt-Deflation: Theory and Evidence. *European Economic Review*, Vol. 3 (4), 419-445.
- MINSKY, H. P., 1982. Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Dicembre n. 143, 375-393.
- POLLARD, S., a cura di., 2012. *Storia Economica Contemporanea*. Bologna: Il Mulino.
- PRESCOTT, E. C., 1986. *Theory Ahead of Business Cycle Measurement*, ed. A. H. Meltzer. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 25: 11-44. North-Holland.
- ROGOFF, K., 2017. Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31 (3), 47-66.
- SUMMERS, L. H., 2014. Reflections on the New Secular Stagnation. In TEULINGS, C., BALDWIN, R., a cura di, 2014. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London: CEPR Press, 27-40.
- SUMMERS, L. H., 2015. Demand Side Secular Stagnation. *American Economic Review*, Vol. 105 (5), 60-65.
- SVENSSON, L. E. O., 2003. Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (4), 145-166.
- SWEEZY, A., 1943. Secular Stagnation?. In: HARRIS, S., a cura di, 1943. *Postwar Economic Problems*. New York: McGraw-Hill, 67-82.
- TAYLOR, J. B., 2001. Low Inflation, Deflation, and Policies for Future Price Stability. Bank of Japan. *Monetary and Economic Studies*, Vol. 19 (S-1), 35-52.

WILLIAMS, J. C., 2009. *The Risk of Deflation* [online]. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2009 (12). Disponibile su <<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2009/march/risk-deflation/>> [Data di accesso: 25/08/18].

[²⁴]

²⁴ Numero parole dell'elaborato: 11880 parole