



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali
“Marco Fanno”

Tesi di Laurea Magistrale in Economia Internazionale

Rischio di deflazione e politiche monetarie in Europa
Deflation risk and monetary policies in Europe

Relatore

Professore Arrigo Opocher

Laureando: Guimfack Guimeya Armand

Matricola: 1099349

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

Rigraziamenti:

Je remercie la célèbre Université de Padoue pour m' avoir accordé l' opportunité de recevoir de mes enseignants une qualité de formation exceptionnelle.

Je remercie les acteurs de la coopération culturelle italo-camerounaise qui ont été à l' avant-garde pour créer une coopération culturelle bilatérale dont je suis l' un des fruits.

Ringrazio la famosa Università di Padova per avermi concesso l' opportunità di ricevere dai miei docenti un' eccezionale qualità di formazione.

Ringrazio gli attori della cooperazione culturale italo-camerunese per averci creato una cooperazione culturale di cui sono uno dei frutti.

<u>Indice:</u>	Pagina
Capitolo 1: Le posizioni delle banche centrali sul rischio di deflazione.	3
Introduzione	3
Il rischio di deflazione in generale	4
A. La situazione economica del Giappone	4
a. una crisi finanziaria	4
b. Il calo della crescita	5
c. Il rischio di deflazione del Giappone	6
d. Il rischio di inflazione del Giappone	7
e. La posizione della Banca centrale del Giappone	9
B. La posizione della banca centrale europea sul rischio di deflazione	11
a. Punto storico del rischio di deflazione in Europa	11
b. Rischio di deflazione nei paesi europei	12
c. Il rischio di deflazione in Europa, secondo la BCE.	15
d. Lotta contro le forze disinflazionistiche permanenti.	16
C. La posizione della “Federal Reserve”	17
a. Inflazione	17
b. Il Quantitative easing	18
c. Lezioni della crisi finanziaria del 2008.	18
Capitolo 2: Valutazione storica della deflazione nel mondo.	20
Introduzione	20
A. Il concetto di deflazione.	20
a. Come si manifesta la deflazione?	20
b. Le deflazioni nel diciannovesimo secolo	21
c. La deflazione all’inizio del ventesimo secolo	21
B. Indicatori macroeconomici del rischio di deflazione	25
a. Indice dei prezzi	25
b. Effetto tassi di cambio nella zona euro	25
Capitolo 3: Le soluzioni ed alternative della Banca Centrale Europea	27
Introduzione	27
A. Natura e limiti dei canali di trasmissione dell'attuale politica di quantitative easing	27
a. Il canale del credito bancario	28
b. canale dei mercati finanziari	29
c. Il canale del tasso di cambio	29
B. Il quantitative easing a vantaggio diretto del settore non finanziario	30
a. Principi di politica	30
b. Facilitazione quantitativa per le persone	31
c. L’allentamento quantitativo a favore del settore pubblico	32
Conclusione	33

Capitolo 1: Le posizioni delle banche centrali sul rischio di deflazione.

Introduzione

La politica monetaria è l'azione con cui l'autorità monetaria, in generale la banca centrale, agisce sull'offerta di moneta al fine di raggiungere il suo obiettivo di tripla stabilità, vale a dire la stabilità dei tassi di interesse, la stabilità dei tassi di cambio e stabilità dei prezzi. La politica monetaria cerca anche di raggiungere gli altri obiettivi della politica economica, descritti come il triangolo keynesiano: crescita, piena occupazione ed equilibrio esterno. Per ciò, la banca centrale dispone di tre strumenti di politica monetaria per modificare l'offerta di moneta: Le operazioni di mercato aperto, gli obblighi di riserva ed il tasso di rifinanziamento.

- *Operazioni di mercato aperto*; qualsiasi acquisto e vendita di titoli di stato e talvolta di carta commerciale da parte dell'autorità bancaria centrale allo scopo di regolare l'offerta di moneta e le condizioni di credito su base continuativa. Quando la banca centrale acquista titoli sul mercato aperto, gli effetti saranno per aumentare le riserve delle banche commerciali, una base sulla quale possono espandere i loro prestiti e investimenti; aumentare il prezzo dei titoli di Stato, equivalente a ridurre i loro tassi di interesse; e diminuire i tassi di interesse in generale, incoraggiando così gli investimenti delle imprese. Se la banca centrale dovesse vendere titoli, gli effetti sarebbero invertiti.
- *Gli obblighi di riserva*, disegnano la quantità minima di riserve che le banche commerciali devono detenere in rapporto ai depositi. Gli obblighi di riserva determinano la quantità di moneta che il Sistema bancario può creare con ogni euro di depositi raccolti. Se gli obblighi di riserva aumentano, le banche commerciali devono detenere una maggiore quantità di riserve, e devono quindi ridurre la quantità di finanziamenti che possono concedere per ogni euro di depositi; di conseguenza, il rapporto riserve/depositi aumenta, il valore del moltiplicatore monetario diminuisce e l'offerta di moneta si contrae. Analogamente, una diminuzione degli obblighi di riserva fa diminuire il rapporto riserve/depositi, aumentare il valore del moltiplicatore monetario e aumentare l'offerta di moneta.
- *Il tasso di rifinanziamento* è il tasso di interesse di riferimento della Banca Centrale Europea. Cioè, quel tasso rappresenta il valore indicizzato che le banche sono tenute a pagare quando prendono in prestito del danaro dalla Banca Centrale Europea; detta "BCE". Le banche fanno ricorso a questo canale nel momento in cui si trovano ad affrontare periodi di carenza di liquidità. Il tasso di interesse della BCE costituisce anche uno strumento di intervento sui valori dei tassi di mercato in quanto può condizionare altre variabili, come il tasso interbancario. Nel caso della Bank of England, il tasso di rifinanziamento è chiamato tasso repo, mentre alla Federal Reserve degli Stati Uniti, il tasso di rifinanziamento è detto tasso di sconto.

Gli obiettivi finali della politica economica sono un livello predefinito del tasso di inflazione, dell'occupazione e del tasso di crescita dell'economia. La banca centrale esercita un controllo indiretto, attraverso la variazione della base monetaria o del rapporto riserve/depositi. Analizziamo in seguito come procedono le banche centrali per garantire la stabilità dei prezzi quando sorge il rischio di deflazione.

Il rischio di deflazione in generale

Il termine deflazione in macroeconomia, indica la riduzione generalizzata e prolungata nel tempo del livello dei prezzi. Le cause della deflazione possono essere la riduzione della domanda di beni e servizi, l'aumento dell'offerta e la riduzione dei prezzi dei fattori produttivi (lavoro, capitale, materie prime). Il rischio legato alla deflazione è spiegato dall'economista Luigi Giuso in questi termini: *"Il rischio deflazione è rappresentato da un forte calo della domanda che comporta un rallentamento dell'attività economica. Il calo dei prezzi è accompagnato dal calo dell'attività economica che ristagna. Se il livello dei prezzi dovesse scendere, chi ha debiti si ritroverà con un fardello ancora più sostanzioso da ripagare. Questo è il motivo per cui la deflazione è pericolosa"*. Riferendoci alle banche centrali importante osserviamo diverse posizioni in reazione al rischio di deflazione.

A. La situazione economica del Giappone

Il Giappone sta vivendo una profonda recessione economica, aggravata dalla debolezza del suo sistema finanziario. Le misure cicliche prese durante lo scoppio della bolla finanziaria hanno mostrato i loro limiti, gli undici piani di stimolo attuati in sette anni non hanno consentito un ritorno a una crescita sostenibile. Anche se nella prima metà del 1999 sono emersi segnali di ripresa, è comunque consigliabile rimanere cauti poiché le prospettive rimangono incerte.

a. una crisi finanziaria

La crisi economica del Giappone è stata avviata da una crisi finanziaria. Il sistema bancario giapponese era strutturato negli anni Trenta intorno a due principi: la segmentazione delle attività per limitare i rischi globali che la crisi del 1925 aveva evidenziato e la mobilitazione del risparmio per finanziare lo sforzo di ricostruzione. Nel 1945 il sistema finanziario è stato dedicato all'industrializzazione, sotto la guida del Ministero delle Finanze e del Ministero del Commercio e dell'Industria, i tassi di interesse sono stati mantenuti bassi e le aziende hanno avuto ricorso all'indebitamento piuttosto che ai mercati azionari, come nei paesi anglosassoni.

Dal 1985 apparve la bolla economica: per contrastare lo shock del rialzo dello yen sul dollaro, il governo scelse di allentare la politica monetaria mantenendo una rigorosa politica di bilancio, le aziende traboccarono di liquidità e si rifinanziarono direttamente dai mercati a costi ridicoli e la quota dei prestiti bancari nel loro finanziamento scende a meno del 50%. Le banche, da parte loro, hanno avviato prestiti immobiliari che rappresentavano il 25% dei loro prestiti in essere nel 1990. Questo periodo della bolla è stato anche il periodo in cui è iniziata la deregolamentazione del sistema finanziario giapponese e la sua apertura internazionale: ventidue case i titoli esteri entrano nella Borsa di Tokyo e gli yuppy americani si stanno riversando.

Nel 1989 la speculazione ha raggiunto proporzioni tali che le autorità finanziarie hanno deciso di reagire per contenere i rischi di inflazione. La Banca del Giappone aumenta il tasso di sconto cinque volte, dal 2,5% al 6% tra il maggio 1989 e l'agosto 1990. Questa inversione improvvisa e ostinata della politica monetaria provoca una gigantesca deflazione delle attività che non è ancora giunta al termine nel 1998 nonostante otto pacchetti di stimolo, vari tentativi del Ministero delle Finanze di sostenere la borsa o il mercato immobiliare e un radicale allentamento della politica monetaria, con un tasso di sconto ridotto al livello storicamente basso di 0,25%. I funzionari giapponesi non avevano previsto l'effetto "valanga" dello shock iniziale, che è legato alle peculiarità del sistema finanziario giapponese. La rapida caduta del

mercato azionario ha messo in difficoltà molte società che avevano ipotecato il proprio patrimonio immobiliare per speculare. La vendita di questi beni ha abbassato i prezzi degli immobili, peggiorando la situazione finanziaria degli speculatori e colpendo nuovamente il mercato azionario. Il ruolo essenziale svolto dai prestiti bancari nell'economia e il luogo quasi esclusivo di terreni e immobili come garanzia per i prestiti concessi non hanno rappresentato un problema finché il prezzo dei terreni è aumentato. L'inversione di tendenza del 1990 ha innescato un circolo vizioso di stretta creditizia, fallimenti, vendite di beni immobili che a loro volta hanno contribuito alla caduta dei prezzi. Questa spirale deflazionistica colpisce anche il mercato azionario attraverso partecipazioni incrociate: le banche vendono parte dei loro portafogli per raccogliere le plusvalenze dei decenni precedenti. L'indice Nikkei è crollato senza mai recuperare. I prezzi degli immobili nelle principali città sono diminuiti del 70% nello stesso periodo.

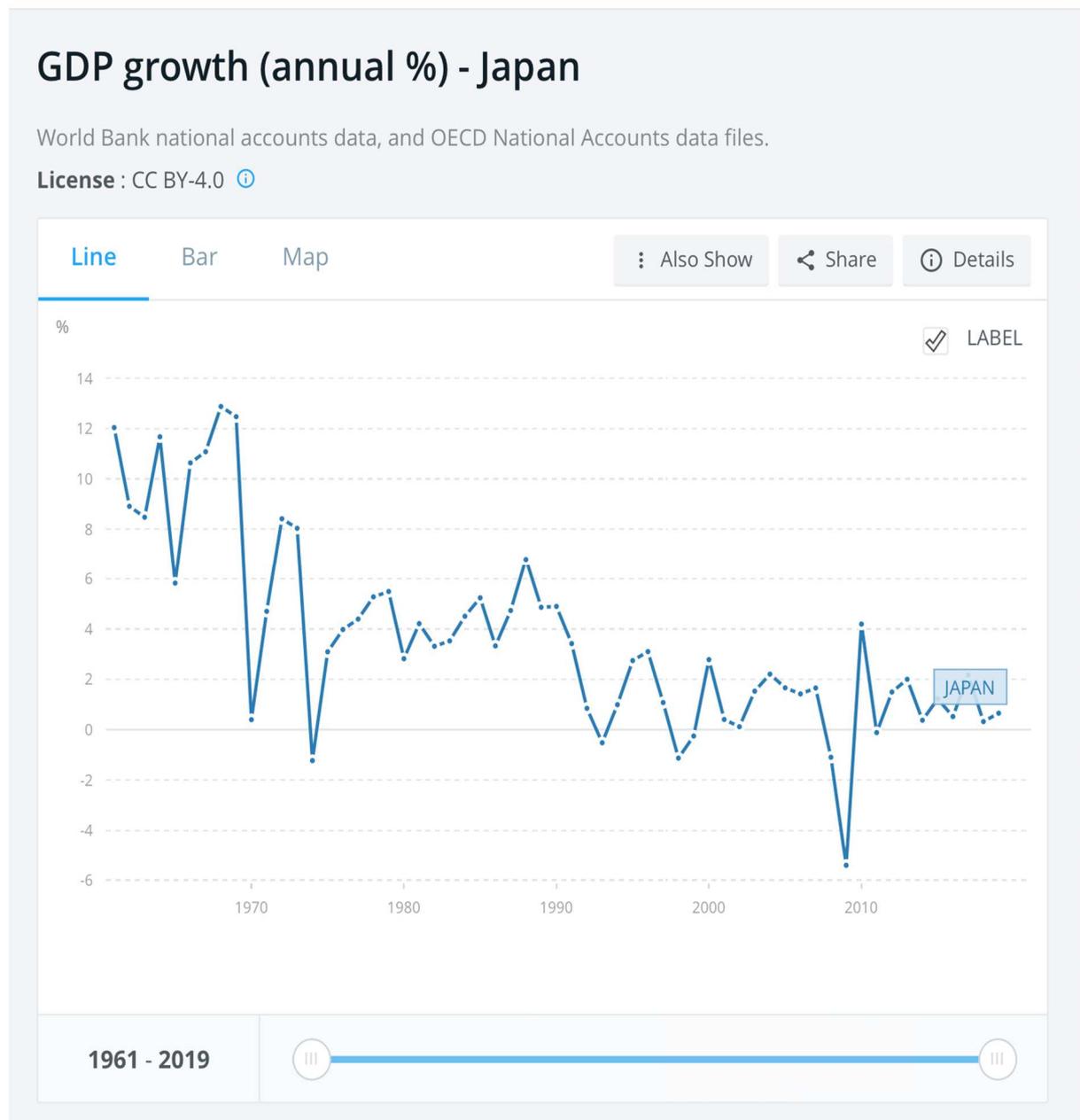
Tra il 1990 e il 1997, la perdita del mercato azionario e del patrimonio immobiliare subita dagli agenti economici giapponesi è stimata in circa 1.000 trilioni di yen, o 9.000 miliardi di dollari, corrispondenti a più di due anni di PNL giapponese. I prezzi di mercato immobiliare e azionario sono tornati al livello del 1984-1985. La "bolla" viene semplicemente cancellata. Tuttavia, rimane un grosso problema: il gran numero di mutuatari del periodo della "bolla" sono ancora presenti e molti non possono più pagare i propri debiti. L'economia giapponese è poi entrata in stasi con un tasso di crescita non superiore all'1% dal 1992 al 1997. Le banche accumulano crediti inesigibili. L'amministrazione rifiuta le chiusure bancarie che falliranno due anni dopo a condizioni più costose.

Nel 1999 il sistema finanziario è esploso: Nippon Housing Loan e con esso tutte le società di prestito immobiliare (chiamate *jusen* in giapponese) falliscono e il contribuente giapponese è per la prima volta messo a disposizione \$ 6 miliardi per finanziare la loro liquidazione. Nello stesso periodo, la banca di Hyogo e poi due società di credito al consumo (Cosmo Credit e Kizu Credit) sono fallite a loro volta. Bank Daiwa segnala una perdita di 1,1 miliardi di dollari legata alla speculazione fraudolenta da parte di uno solo dei suoi trader nel mercato obbligazionario statunitense. L'immagine complessiva delle banche giapponesi è in netto deterioramento: sono costrette a pagare un margine aggiuntivo sui loro prestiti in valuta estera "Japan premium" che ha raggiunto lo 0,8% alla fine del 1995. Questo deterioramento della situazione finanziaria delle banche giapponesi, combinato con gli effetti della crisi asiatica, ha gettato l'economia giapponese in un circolo vizioso. Ha portato le banche a inasprire la loro offerta di credito, peggiorando così le condizioni di attività delle imprese, in particolare le PMI, e accentuando la crisi di fiducia degli operatori economici.

b. Il calo della crescita

Dopo aver registrato una crescita del 5,1% nel 1996, la situazione dell'economia giapponese si è notevolmente deteriorata nel 1997. La ripresa dell'attività, basata essenzialmente sul dinamismo delle esportazioni, non è stata trasmessa a livello nazionale. Inoltre, è stato rallentato da una stretta di bilancio su larga scala (stimata ex ante a 2 punti percentuali del PIL) con in particolare un aumento dell'aliquota IVA nell'aprile 1997. La contrazione dei prezzi delle attività, ha innescato una crisi di sfiducia nel sistema finanziario giapponese. La crescita ha raggiunto solo lo 0,9% nel 1997. Nel 1998 tutti gli indicatori economici sono rimasti poveri. Il PIL è sceso del 2,8%. Il Giappone ha ottenuto il punteggio peggiore per la sua produzione

industriale (-6,5%). La domanda interna è crollata e il numero di fallimenti è aumentato drasticamente.



c. Il rischio di deflazione del Giappone

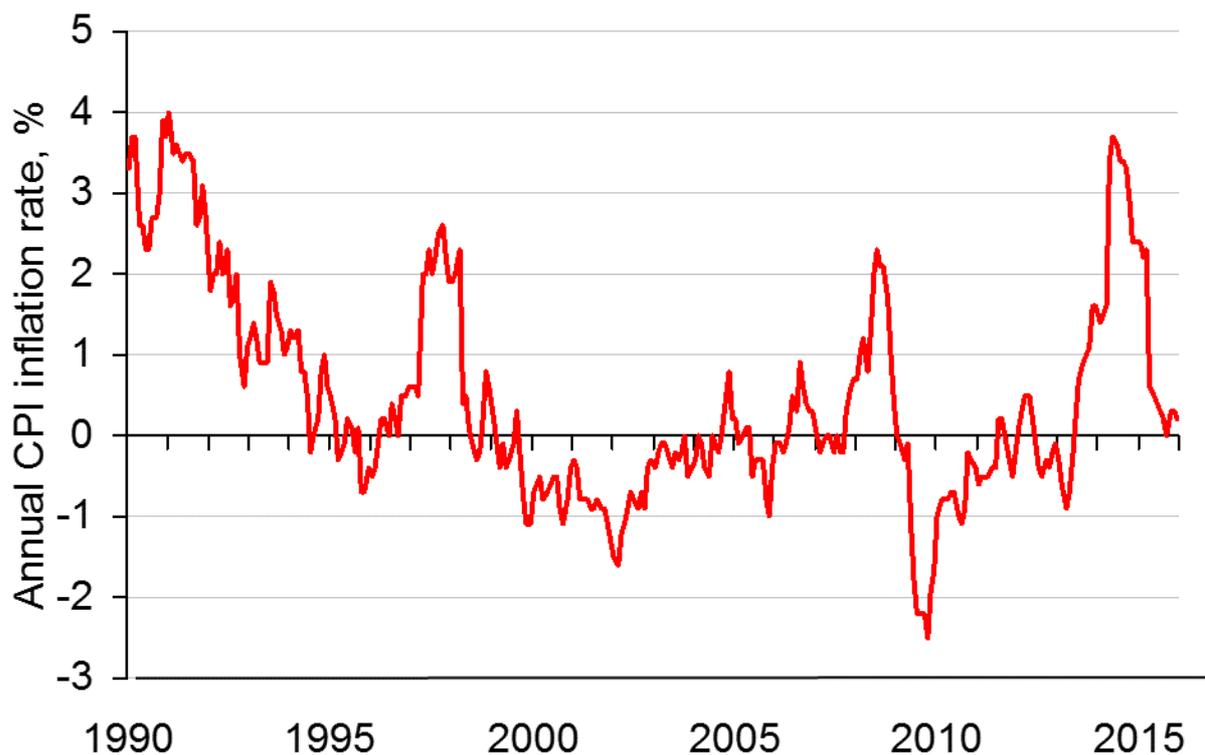
La deflazione è un rischio reale per il Giappone, afferma l'ex capo dell'economia della BOJ. La pandemia di coronavirus e il crollo dei prezzi del petrolio potrebbero riportare il Giappone nella deflazione e la Banca del Giappone non ha il potere di combatterla, affermava il suo ex capo economista.

"La BOJ deve considerare seriamente il rischio di un ritorno alla deflazione", dichiarava in un'intervista Hideo Hayakawa, che ha condotto la ricerca economica della banca dal 2001 al 2007. "L'inflazione può facilmente scendere sotto lo zero con l'impatto del petrolio" e altre cose. Gli analisti prevedono ora una profonda recessione per il Giappone, ma un ritorno alla



deflazione potrebbe significare qualcosa di più dannoso e duraturo. Il primo ministro Shinzo Abe e il governatore della BOJ Haruhiko Kuroda si battono da anni per porre fine a un ciclo negativo di debolezza dei prezzi, salari e crescita. Hayakawa non era l'unico che vedeva una prospettiva disastrosa per i prezzi del Giappone. Gli analisti di BNP Paribas S A affermavano di aspettarsi che il principale indicatore dell'inflazione della BOJ, i prezzi dei beni diversi dai cibi freschi, diventi negativo ad aprile per la prima volta dal 2016. Prevedendo che l'indice scenda a circa -1% entro la fine dell'anno. La crescita salariale del Giappone è stata lenta nonostante una forza lavoro in contrazione che ha tenuto stretto il mercato del lavoro. Ma con il virus che ora minaccia

l'occupazione e i profitti nelle aziende di tutta l'economia, i guadagni salariali sono ancora meno probabili. Ciò mette a repentaglio un supporto chiave per i prezzi, ha detto Hayakawa.



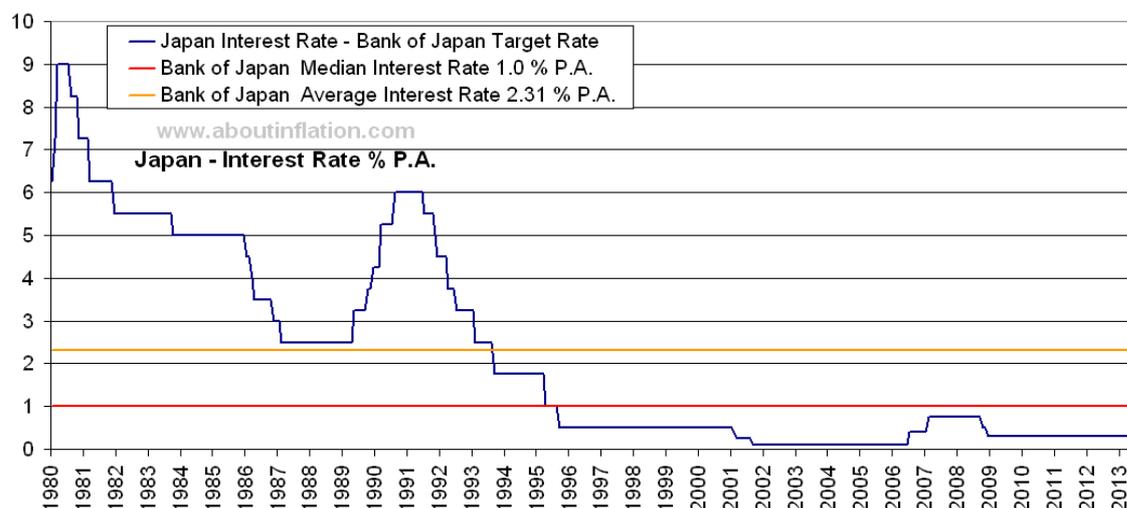
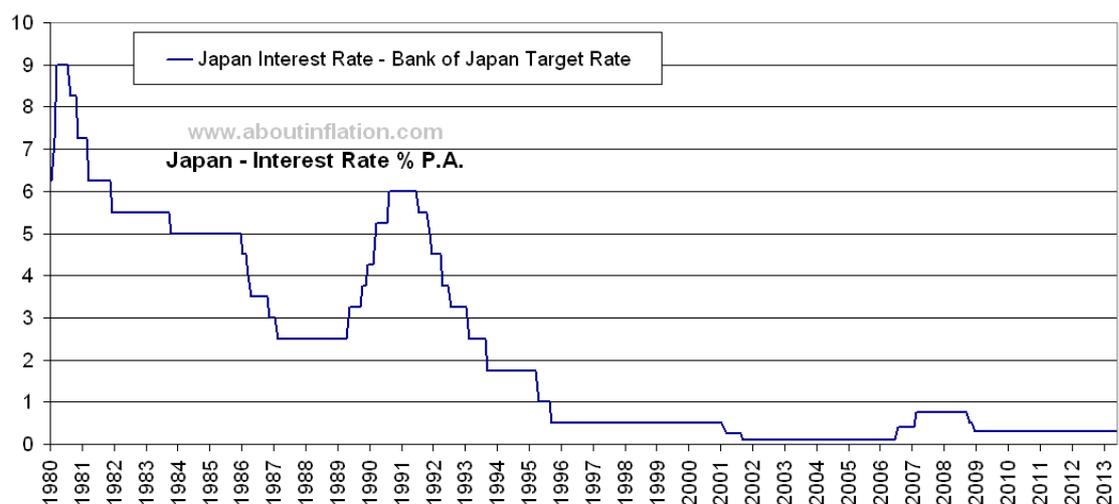
Source: [Statistics Bureau of Japan](#)

Japanese Consumer Price Inflation

d. Il rischio di inflazione del Giappone

L'inflazione è un aumento costante del livello generale dei prezzi di beni e servizi. Viene misurato annualmente e viene presentato come percentuale. Quando l'inflazione aumenta, il potere d'acquisto di ogni euro che possiedi diminuisce della stessa quantità. Per far fronte a una crisi economica, una banca centrale deve essere in grado di organizzare un massiccio taglio dei tassi, dell'ordine di almeno il 5%. Se punta all'inflazione media dello 0% e mantiene i tassi reali (inflazione esclusa) al 2% durante la fase di crescita, ha quindi tassi nominali intorno al 2%. Il rischio di inflazione è dovuto principalmente a variazioni repentine dell'offerta e della domanda di beni e prodotti nell'economia, all'aumento del costo delle materie prime nonché a aumenti salariali eccessivi. Il rischio di inflazione riguarda quindi sia i singoli consumatori che le imprese.

- L'inflazione penalizza i risparmiatori e in generale tutte le persone a reddito fisso.
- L'inflazione riduce il potere d'acquisto.
- L'inflazione penalizza il commercio estero rendendo i prodotti relativamente più costosi all'estero.
- L'inflazione porta a tassi di interesse elevati, che non incoraggiano le famiglie ad accettare credito al consumo.



e. *La posizione della Banca centrale del Giappone*

La “Bank of Japan” (BOJ) è la banca centrale giapponese. La sua missione è garantire la stabilità dei prezzi e la stabilità dei sistemi finanziari. Lo fa attraverso l'emissione e la gestione di banconote, l'attuazione della politica monetaria, la fornitura di servizi di regolamento, operazioni relative al tesoro e ai titoli di Stato, attività internazionali, analisi economiche e attività di ricerca. Il capo della banca ha una notevole influenza sulla politica economica del governo giapponese. Il legislatore giapponese aveva approvato come suo governatore il 9 aprile 2008, Masaaki Shirakawa, ponendo fine ad un vuoto di potere alla guida della banca centrale. Quest'ultimo ha detto che avrebbe mantenuto l'indipendenza e la trasparenza della banca e lo si è visto adottare una politica conforme alle regole dell'Abenomics.¹ Come piano dello stimolo della crescita economica, non basta solamente la politica monetaria, ma anche una coerenza con la politica fiscale e per ciò, le autorità giapponesi hanno giocato in modo massiccio, sulle politiche monetarie e fiscali.



Masaaki Shirakawa è un economista, il 30 ° governatore della Banca del Giappone e professore presso l'Università Aoyama Gakuin. È anche direttore e vicepresidente della Banca dei regolamenti internazionali.

1: *Abenomics* (Abenomikusu) si riferisce alle politiche economiche sostenute da Shinzō Abe sin dalle elezioni generali del dicembre 2012, quando è stato eletto per il suo secondo mandato come Primo Ministro del Giappone.

- *Una politica fiscale riorientata verso la crescita*

In un primo momento, il governo Hashimoto, impegnato in un piano drastico per ripristinare le finanze pubbliche, non ha reagito. Non è stato fino alla fine del 1997 che sono state prese le prime misure. Di fronte alla conferma della recessione, il 24 aprile 1998 il governo ha deciso un primo massiccio piano di ripresa; pari a 16 trilioni di yen, prevedeva 7,5 trilioni di yen per lavori pubblici, di cui 1,5 trilioni di yen a scapito delle comunità locali (3,4 trilioni di yen erano stati preventivati nel collettivo di maggio 1998) e 4 trilioni di yen in tagli fiscali.

Il 16 novembre 1998, il governo guidato dal Sig. Obuchi ha presentato un secondo piano di stimolo di 23,9 trilioni di yen, inclusi 17,9 trilioni di yen di lavori pubblici e varie misure (aiuto all'occupazione, buono di acquisto, sostegno alle PMI ...) e 6 trilioni di yen di sgravi fiscali per il 1999; il terzo budget di stimolo collettivo comprende 5,7 trilioni di spesa aggiuntiva, di cui 4 per lavori pubblici e 2 per la stabilizzazione del sistema finanziario e il sostegno al credito. Tali misure miravano a ripristinare la situazione delle finanze pubbliche sia a livello nazionale che locale. Infatti, il disavanzo cumulativo dello Stato e delle comunità locali avrebbe raggiunto il 9,8% del PIL per l'anno fiscale passato e sarebbe stato del 9,2% per quello nuovo, con un debito residuo superiore al 110% del PIL. . Per quanto riguarda gli enti locali, crescono le tensioni: il loro disavanzo avrebbe rappresentato il 9,6% della spesa nel 1998 e raggiungerebbe il 13% per l'esercizio in corso sulla base delle recenti proiezioni; gli oneri finanziari rappresentano il 12,9% delle spese. In dieci anni, il peso del debito pubblico locale è triplicato fino a superare un terzo del PIL e quasi il 30% del debito pubblico giapponese. Si sono indebitati per mantenere un livello di spesa superiore a quanto consentito dalle entrate danneggiate dallo scoppio della bolla. Il miglioramento della situazione degli enti locali richiede una riforma strutturale del loro modo di operare.

- *Una politica monetaria dedicata a sostenere l'economia*

La Banca del Giappone non si limita a mantenere i tassi di interesse overnight molto bassi; fornisce inoltre liquidità ai mercati per evitare che le banche locali abbiano difficoltà ad ottenere finanziamenti; cerca inoltre di lottare contro il razionamento del credito facilitando il finanziamento delle imprese. Il Governatore e altri membri del Consiglio di politica monetaria hanno annunciato che la Banca del Giappone manterrà i tassi vicini allo zero fino a quando le aspettative deflazionistiche non scompariranno.

La politica monetaria condotta dalla Banca del Giappone resta molto accomodante ed è ancora volta a sostenere l'attività. Ma la sua azione ha dei limiti, come dimostra l'evoluzione dei prestiti in essere delle banche, che è in calo da più di un anno e il fatto che più grandi sono gli aggregati monetari, più rallenta la loro crescita. Tuttavia, tutti gli aggregati monetari crescono più rapidamente del PIL nominale. E se l'impatto sull'attività non è evidente, alcuni valori nominali stanno iniziando a reagire, dato che il Nikkei è cresciuto in modo piuttosto netto dall'inizio dell'anno. Da parte sua, lo Stato ha anche adottato dalla scorsa estate misure per contrastare la contrazione del credito alle imprese. Nell'agosto 1998, il governo ha annunciato l'istituzione di 20 trilioni di yen di garanzie per prestiti bancari delle PMI attraverso organismi di garanzia pubblici e 20 trilioni di yen di crediti aggiuntivi per istituti finanziari parastatali. Quando il secondo piano di stimolo è stato annunciato il 16 novembre 1998, 7 trilioni di yen di garanzie aggiuntive sono stati aggiunti a questi 40 trilioni, questa volta a beneficio delle PMI di medie dimensioni.

B. La posizione della Banca centrale europea sul rischio di deflazione

Nei paesi dell'Eurosistema, l'adozione dell'euro ha portato all'istituzione di una politica monetaria comune caratterizzata da:

- un obiettivo principale: mantenere la stabilità dei prezzi,
- un'unica autorità monetaria: la Banca centrale europea,
- una politica sui tassi di interesse,
- il rifinanziamento delle banche da parte delle banche centrali,
- un sistema di regolamento interbancario

Per conseguire i suoi obiettivi, l'Eurosistema dispone di una serie di strumenti di politica monetaria: svolge operazioni di mercato aperto, offre strumenti permanenti e richiede agli enti creditizi di costituire riserve minime fruttiferi sui conti aperti nei libri delle banche centrali nazionali.

a. Punto storico del rischio di deflazione in Europa

Il rischio di deflazione è percepito come segnale della deflazione futura e avvertenza per le autorità monetarie. Le pressioni deflazionistiche sono aumentate in diversi paesi e il tasso di sconto fu temporaneamente aumentato in risposta all'abbandono del gold standard da parte della Gran Bretagna nel settembre 1931. Va ricordato che l'oro ha ancorato il tasso di cambio e la politica monetaria per quasi due secoli. I politici hanno ritenuto inconcepibile che, a parte l'occasionale rivalutazione, il tasso di cambio potesse fluttuare liberamente. Bernanke (1995) osserva che il gold standard e le austere politiche fiscali erano i cardini dell'establishment politico francese; tanto che anche il partito comunista negli anni Trenta ne accettò la necessità. La suscettibilità alla deflazione è elevata in alcuni di essi. Inoltre, il contesto economico globale continua ad essere molto incerto, non da ultimo a causa del calo significativo dei mercati azionari, dell'output gap ampio e forse in aumento e delle preoccupazioni geopolitiche. Questi fattori potrebbero aumentare ulteriormente le vulnerabilità. Tuttavia, mostra che le pressioni deflazionistiche non sono abbastanza forti da portare a una deflazione generalizzata. La valutazione si basa su un indice di vulnerabilità alla deflazione calcolato da una serie di indicatori economici e finanziari per 35 paesi. L'indice è completato da un'analisi basata sulle curve di Phillips aumentate delle aspettative per certe economie europee.

• Pressioni deflazionistiche globali

Il caso più tipico di deflazione citato è quello della deflazione registratasi in Giappone tra l'inizio degli anni Novanta e i primi anni Duemila. In quel periodo la crescita scoppiettante del Sol Levante degli anni precedenti si paralizzò e il Pil giapponese si bloccò su un +1,2% l'anno, nettamente inferiore ai tassi di sviluppo delle altre economie avanzate. Da allora per fare riferimento a quel periodo si parla del "Decennio perduto del Giappone". All'inizio degli anni Novanta in Giappone scoppiò una bolla speculativa immobiliare e finanziaria che fece crollare la domanda interna, la Banca centrale non riuscì ad arginare i danni e si creò un contesto sfidante che ancora oggi minaccia l'economia nipponica. A fine anni Novanta nuove spinte deflazionistiche giunsero sul Sol Levante dalla crisi asiatica di quegli anni (e colpirono le maggiori economie globali, Stati Uniti compresi). Ancora oggi il Giappone ha un rapporto debito/Pil che sfiora il 240% ed è ritenuto sostenibile soltanto perché per oltre il 90% è mantenuto all'interno del Paese (la forza della fiducia). Negli anni gli analisti hanno però evidenziato aspetti più strutturali della crisi giapponese come l'invecchiamento della popolazione, il trasferimento dal governo centrale a quelli locali (che ne sarebbero diventati

dipendenti), la forte crescita di sofferenze e crediti deteriorati nei bilanci bancari, la reazione restrittiva della banca centrale, il forte apprezzamento dello yen negli anni precedenti.

- *Indicatori di prezzo*

L'inflazione dei prezzi al consumo e alla produzione era ai minimi nel dopoguerra in molti paesi. Tuttavia, le aspettative inflazionistiche rimangono generalmente ben ancorate. Secondo le proiezioni del personale Consensus e FMI, si prevede che pochissimi paesi registreranno un'inflazione dei prezzi al consumo inferiore all'1%: al di fuori della regione asiatica, queste comprendono solo Germania e Svizzera. Sebbene i prezzi globali del petrolio siano recentemente diminuiti drasticamente, gli effetti ritardati dei precedenti prezzi più elevati potrebbero riflettersi in un aumento dei tassi di inflazione complessiva nel breve termine. Tuttavia, è probabile che anche i prezzi del petrolio più elevati abbiano avuto effetti negativi sull'attività che potrebbero aumentare le aspettative deflazionistiche. Data la difficoltà nel prevedere la deflazione e il bias di misurazione, gli indicatori di prezzo con un valore basso (inflazione inferiore allo ½ percento) sono stati presi come un segnale preoccupante.

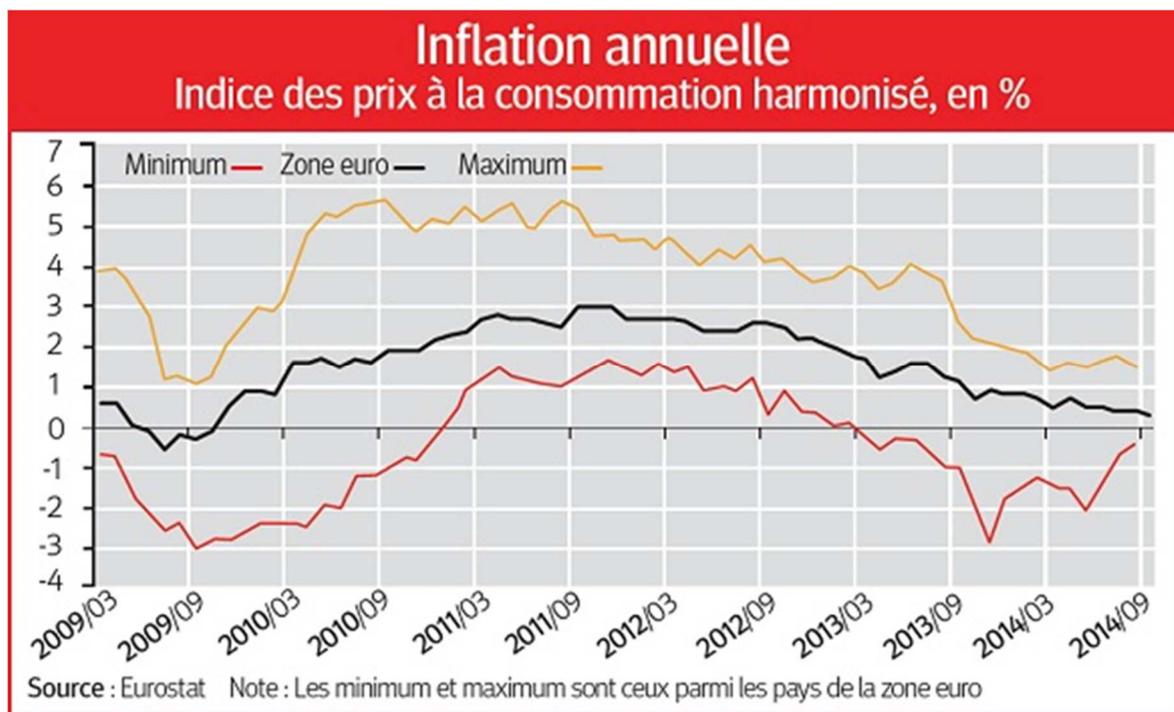
- *Indicatori di credito e denaro*

La crescita del credito ha subito un netto rallentamento in molte economie industriali ed emergenti, non riuscendo nemmeno a tenere il passo con la crescita del PIL nominale. Ciò può riflettere in gran parte la debolezza della domanda, ma in alcuni casi potrebbe anche essere un indicatore di un'elevata avversione al rischio da parte delle banche o di stress emergenti nei settori finanziari. In Giappone, ad esempio, l'attuale contrazione del credito riflette la debolezza della domanda di credito poiché le imprese cercano di ridurre la leva finanziaria, nonché il peggioramento della qualità del credito dei mutuatari; può anche, tuttavia, riflettere una restrizione nell'erogazione di prestiti.

b. Rischio di deflazione nei paesi europei

Il ritmo di attività in Francia e in Italia ha subito un netto rallentamento negli ultimi mesi, ma il rischio di deflazione appare sensibilmente inferiore a quello della Germania. Nonostante le recenti revisioni al ribasso delle proiezioni, la crescita dovrebbe aumentare nella seconda metà dell'anno sia in Francia che in Italia, la fiducia è leggermente migliore, i prezzi delle abitazioni continuano ad aumentare e i prezzi al consumo sono più sostenuti, con l'inflazione di fondo vicina o superiore al 2 percento.

Nel Regno Unito e in Canada, le condizioni economiche non sollevano preoccupazioni immediate sulla deflazione. La robusta crescita della domanda delle famiglie è proseguita nel Regno Unito, sostenuta dal boom dei prezzi delle abitazioni, e la crescita del PIL dovrebbe aumentare nella seconda metà del 2003 grazie alla forza della spesa pubblica. L'inflazione e le aspettative inflazionistiche sembrano ben supportate. Tuttavia, potrebbe esserci il rischio di una brusca correzione dei prezzi delle abitazioni che potrebbe avere un effetto negativo sostanziale sulla crescita della domanda interna. In Canada, sebbene alcuni recenti indicatori siano stati contrastanti, il ritmo di crescita sottostante rimane robusto. Per il secondo anno consecutivo si prevede che l'economia raggiunga il tasso di crescita più elevato tra i G-7 ed è l'unica del gruppo a non avere virtualmente alcun output gap. L'inflazione è ben al di sopra del target del 2%. Le stime della curva di Phillips per i suddetti quattro paesi suggeriscono che i divari tra produzione e occupazione dovrebbero aumentare notevolmente per spostarli in una lieve deflazione. Questi risultati completano i risultati dell'indice di vulnerabilità alla deflazione e suggeriscono che in queste economie i rischi di deflazione sono molto ridotti.



Nel 2014, l'OCSE non credeva nell'installazione della deflazione nell'area dell'euro, ma il rischio era in aumento. I prezzi al consumo stanno aumentando appena nella zona euro. Il basso tasso di inflazione del 2014 lascia il posto a un periodo di deflazione. Infatti l'inflazione nella zona euro in costante calo da 2012, aveva sconvolto le aspettative dei mercati finanziari. A settembre 2014, il tasso di inflazione nell'area era solo dello 0,3% su base annua e negativo in sei paesi, tre dei quali avevano registrato diminuzioni dei prezzi al consumo per tre mesi consecutivi. La ragione principale di ciò era la persistente crisi economica e il recente calo dei prezzi dell'energia, ma sono anche in discussione le riforme strutturali volte a stimolare la concorrenza e ripristinare la competitività nei paesi periferici.

Chiaramente, il rischio di un tasso di inflazione negativo era in aumento e un simile sviluppo potrebbe avere gravi ripercussioni. La deflazione potrebbe esacerbare la debolezza della domanda nell'area dell'euro in diversi modi. In primo luogo, il calo dei prezzi significa che i tassi di interesse reali (tassi nominali aggiustati per l'inflazione) possono rimanere bloccati a livelli eccessivamente alti, mentre le autorità monetarie non possono abbassare i tassi sotto lo zero.

La deflazione aumenta anche il valore reale di un dato stock nominale di debito, in modo che il peso del debito dei mutuatari pubblici e privati aumenti e la ricchezza sia trasferita ai creditori. Poiché i mutuatari spesso risparmiano gran parte del loro reddito reale aggiuntivo, mentre i mutuatari tendono ad essere più disposti a spendere, il risultato è una spesa totale inferiore. Inoltre, la deflazione potrebbe incoraggiare i consumatori a differire la spesa in attesa di prezzi più bassi. Infine, inflazione negativa significa generalmente che i necessari aggiustamenti dei salari reali relativi tra settori o regioni possono essere effettuati solo attraverso riduzioni dei salari nominali generalizzate, che di solito possono verificarsi solo in periodi di stagnazione economica, quando mantenere il tuo lavoro è considerato più importante che preservare il suo stipendio.

La deflazione non è un fenomeno sconosciuto nell'area OCSE. L'ultimo esempio è in Giappone, dove l'inflazione è diventata positiva dopo oltre 15 anni di deflazione. Anche la Svizzera registrava un'inflazione annua negativa per quasi tre anni. Nell'area dell'euro, Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo hanno tutti vissuto periodi di calo dei prezzi durante la crisi, che, insieme

a un forte calo dei prezzi delle materie prime, hanno contribuito a spingere l'inflazione brevemente sotto lo zero in tutta la regione. La bassa inflazione ha un impatto negativo. Poiché i paesi dell'area dell'euro hanno la stessa valuta e non possono utilizzare il tasso di cambio nominale per ridurre gli squilibri esterni tra gli Stati membri, gli aggiustamenti richiesti devono essere effettuati attraverso una crescita differenziale dei salari e dei prezzi nominali. Ma quando gli aumenti dei salari nominali sono molto piccoli in tutta l'area, un paese può abbassare il suo livello salariale relativo solo abbassando i salari nominali. I tagli dei salari nominali sono generalmente possibili solo a fronte di una grave stagnazione economica. Non è un caso che i tagli salariali maggiori siano stati registrati finora in economie come Spagna e Grecia, dove la disoccupazione ha raggiunto il picco.

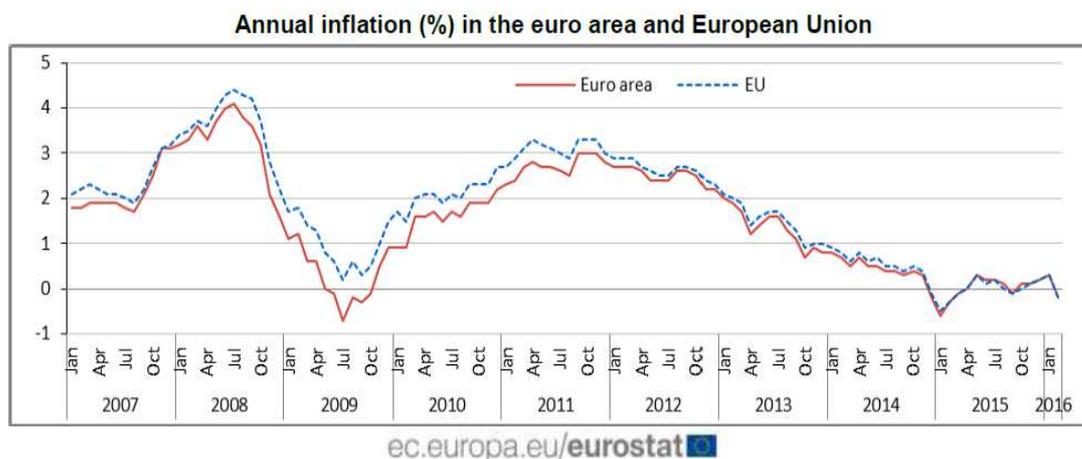
L'inflazione molto bassa rende anche politicamente più difficile il consolidamento fiscale. Alcuni paesi congelano la spesa nominale per garantire una riduzione della spesa reale attraverso l'inflazione, ma queste misure hanno un interesse fiscale limitato in un contesto di bassa inflazione. La Banca centrale europea era dunque determinata a utilizzare gli strumenti non convenzionali previsti nel suo mandato per evitare un periodo prolungato di bassa inflazione. Le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste saldamente ancorate alla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Ma l'esperienza del Giappone negli anni '90, dove previsioni simili di inflazione a lungo termine non prevedevano mai la deflazione da cinque a dieci anni in anticipo, sembra deludente. Quando l'inflazione reale in quel paese è diminuita, le aspettative a lungo termine si sono aggiustate al ribasso, ma anche dopo che la deflazione ha preso piede, sono rimaste (erroneamente) positive. Più a lungo l'inflazione effettiva rimane ben al di sotto del 2%, più aumenta la probabilità di un disancoraggio delle aspettative di lungo termine dall'obiettivo della BCE, rendendo ancora più difficile rientrare nella fascia fissata come obiettivo.

- *La zona euro si è avvicinata alla deflazione dal 2013 al 2016*

Le statistiche sull'inflazione pubblicate mensilmente da Eurostat, l'ufficio statistico europeo, mostrano da diversi mesi una significativa disinflazione nell'area dell'euro. Pertanto, tra ottobre 2012 e gennaio 2016, il tasso di inflazione annuo è sceso dal 2,5% a solo lo 0,3%. Durante il primo trimestre del 2015, così come per il mese di febbraio 2016, Eurostat ha persino pubblicato un'evoluzione negativa del livello generale dei prezzi su base annua e alcuni paesi come la Grecia hanno vissuto un prolungato periodo di ribasso del livello generale dei prezzi. Inoltre, il tasso d'inflazione mensile è momentaneamente passato in territorio negativo in diversi grandi paesi europei, come Spagna, Italia e perfino Francia (-0,3% tra giugno e luglio 2014 per quest'ultima). Quindi c'era chiaramente un rischio di deflazione nell'area dell'euro. Tuttavia, l'area dell'euro non è entrata in deflazione, per diversi motivi:

- Innanzitutto va notato che se l'indice generale dei prezzi nella zona euro è diminuito, è in particolare a causa del calo dei prezzi dell'energia (questi sono diminuiti dell'8% a tasso annuo a febbraio 2016, dopo -5,4% a gennaio, -5,8% a dicembre 2015 e nuovamente -7,3% a novembre).
- In secondo luogo, vale anche la pena ricordare che l'inflazione di fondo (inflazione senza i beni e servizi più volatili come l'energia) è rimasta in territorio positivo.

L'inflazione annua nell'area dell'euro era -0,2% a febbraio 2016, in calo rispetto allo 0,3% di gennaio 2016. A febbraio 2015 il tasso era -0,3%. Anche l'inflazione annua nell'Unione europea è stata -0,2% a febbraio 2016, in calo dallo 0,3% di gennaio. Un anno prima il tasso era -0,3%. Questi dati provengono da Eurostat, l'ufficio statistico dell'Unione europea.



Eurostat / Inflazione annua in calo a -0,2% nell'area dell'euro - In calo a -0,2% nell'UE / 52/2016 - 17 marzo 2016

c. Il rischio di deflazione in Europa, secondo la BCE.

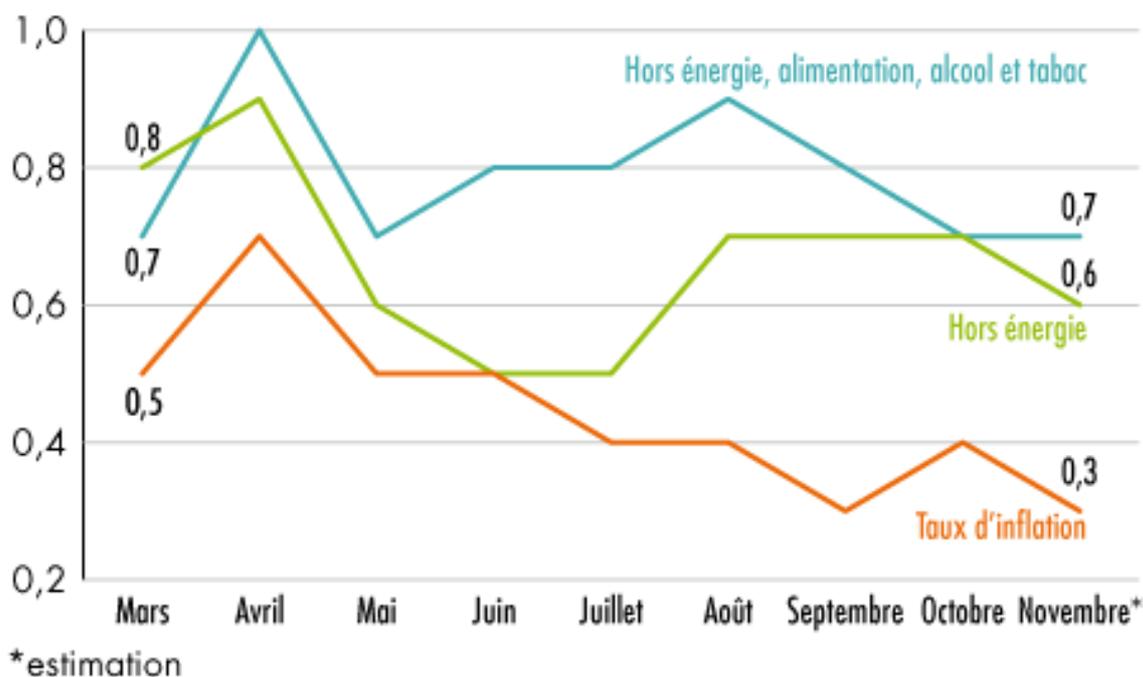
Per misurare le variazioni di prezzo, viene utilizzato l'Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), pubblicato mensilmente da Insee. Viene calcolato dalla variazione del prezzo di un paniere di prodotti consumati dalle famiglie tra due periodi. Questo indice deve essere negativo per diversi trimestri prima di poter parlare di deflazione.

La deflazione non deve essere confusa con la disinflazione, che è semplicemente un rallentamento del tasso di inflazione. Questo è attualmente il caso della zona euro, ad esempio, dove l'indice generale dei prezzi è in calo da diversi mesi pur rimanendo in territorio positivo. Le aspettative di inflazione sono ancora ancorate in territorio positivo. Le aspettative di inflazione sono misurate dalla Banca Centrale Europea (BCE) attraverso due strumenti: un'indagine presso i forecaster e le informazioni fornite dal mercato dei derivati che trattano titoli sensibili all'inflazione nella zona euro (principalmente obbligazioni sovrane euro indicizzate all'inflazione). Tuttavia, questi due indicatori non mostrano una brusca inversione di tendenza nelle aspettative di inflazione nella zona euro, anche se indicano una certa erosione. In ogni caso, queste aspettative rimangono positive.

Sebbene la probabilità dello scoppio di una spirale deflazionistica nell'area dell'euro possa essere considerata bassa, la BCE ha ritenuto che, vista l'esperienza giapponese, fosse importante adottare misure per contrastare le pressioni deflazionistiche. Questo è il motivo per cui la BCE ha ridotto i suoi tassi di interesse chiave al livello più basso possibile e ha anche avviato un vasto programma di riacquisto di attività garantite da istituzioni finanziarie in modo che - possono ottenere facilmente liquidità e possono distribuire prestiti ad imprese e famiglie a costi molto contenuti. Qualora tali misure si rivelassero insufficienti per portare il tasso di inflazione nella zona euro a livelli più in linea con gli obiettivi della BCE (circa il 2% annuo), quest'ultima ha chiaramente indicato che lo farà sta attuando una politica di quantitative easing che comporterebbe un vasto programma di acquisto di attività finanziarie, come i titoli di Stato emessi dagli Stati membri della zona euro. Questa misura consentirebbe sia di abbassare i tassi di interesse a medio e lungo termine a livelli molto bassi, favorevoli alla crescita economica, sia di alimentare l'aumento dei prezzi nella zona euro a causa del potenziale iniezioni inflazionistiche di liquidità da parte della Banca Centrale.

LES COMPOSANTES DU TAUX D'INFLATION ANNUEL EN ZONE EURO

EN %, EN 2014



Source : lafinancepourtous.com d'après Eurostat, IPCH



L'Harmonized Consumer Price Index (IPCA) è un indice composito che incorpora molti elementi (servizi, trasporti, affitti, ecc.), che è in calo da molti mesi e si avvicina allo zero. Ma se escludiamo dal calcolo i prezzi di energia e cibo, alcol e tabacco (due voci tradizionalmente volatili perché dipendono dai prezzi mondiali e / o dal livello del dollaro), l'inflazione nella zona euro resta piuttosto vicino all'1%.

d. Lotta contro le forze disinflazionistiche permanenti.

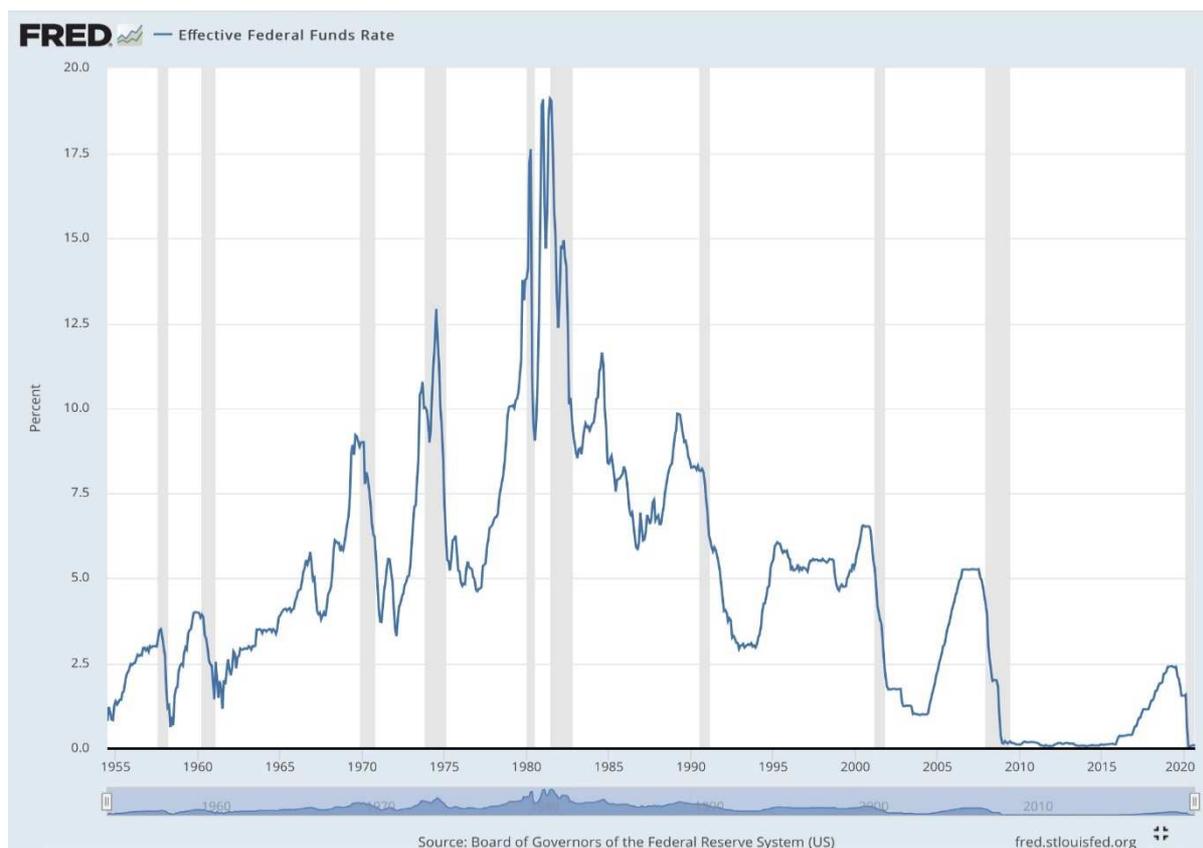
I verbali della Banca centrale europea hanno rivelato che la banca centrale sta considerando nuove opzioni per aumentare i prezzi nella zona euro. Pubblicato il 7 Aprile, i verbali del Consiglio direttivo della BCE non hanno portato molte sorprese, ma hanno convalidato la sensazione che da un mese molti operatori hanno sui mercati finanziari: la Banca Centrale Europea ne ha ancora sotto il piede. Lo stesso giorno, diversi alti funzionari delle banche centrali hanno riaffermato che non avrebbero permesso che la zona euro si impantanasse nella deflazione. Il portoghese Vitor Constâncio, vicepresidente della Bce, ha così dichiarato che la banca centrale farebbe "tutto il necessario" per riportare l'inflazione al 2%, suo obiettivo a lungo termine. Dopo essere scesi dello 0,2% a febbraio, i prezzi sono nuovamente scesi dello 0,1% a marzo su base annua. L'inflazione nell'Eurozona è stata costantemente al di sotto del 2% negli ultimi tre anni. "Stiamo combattendo forze disinflazionistiche permanenti", aveva insistito Mario Draghi, ancora presidente dell'istituzione europea, citato dall'agenzia Bloomberg.

C. La posizione della “Federal Reserve”

La “Federal Reserve”, detta FED è la banca centrale degli Stati Uniti. La missione della “Federal Reserve System” è quella di promuovere la stabilità, l'integrità e l'efficienza dei sistemi monetari, finanziari e di pagamento della nazione in modo da promuovere prestazioni macroeconomiche ottimali. La FED controlla l'offerta di moneta con la politica monetaria, regola le istituzioni finanziarie, gestisce le procedure di cancellazione degli assegni regionali e nazionali, supervisiona l'assicurazione federale sui depositi delle banche commerciali nel sistema della Federal Reserve.

a. Inflazione

Dopo essere stata vicina all'obiettivo del 2% della “Federal Open Market Committee” (FOMC) nel 2018, l'inflazione dei prezzi al consumo, misurata dall'indice dei prezzi per le spese per consumi personali, è tornata al di sotto del 2% lo scorso anno, dove è stata durante la maggior parte dell'attuale espansione. La variazione su 12 mesi è stata dell'1,6% a dicembre 2019, così come la misura di 12 mesi che esclude i prezzi di cibo ed energia al consumo (la cosiddetta inflazione di base), che storicamente è stata un indicatore migliore di dove sarà l'inflazione in futuro rispetto a la cifra complessiva. Il downshift rispetto al 2018 è in parte dovuto a letture particolarmente basse nei dati sui prezzi mensili nella prima parte dello scorso anno che sembrano riflettere influenze transitorie. Le misure basate sui sondaggi delle aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste sostanzialmente stabili dalla metà dello scorso anno e le misure di compensazione dell'inflazione basate sul mercato sono cambiate di poco nel netto.



Tasso dei fondi federali - Grafico storico di 62 anni

Mostra il livello giornaliero del tasso sui fondi federali da 1954. Il tasso sui fondi federali è il tasso di interesse al quale le istituzioni di deposito (banche e unioni di credito) prestano i saldi di riserva ad altre istituzioni di deposito durante la notte, su base non garantita. Il Federal Open Market Committee (FOMC) si riunisce otto volte all'anno per determinare il tasso obiettivo dei fondi federali. L'attuale tasso sui fondi federali al 6 ottobre 2020 è dello 0,09%. Il periodo di recessione è segnato dalle bande verticali di colore grigio.

b. Il “quantitative easing”

L'allentamento quantitativo detto “quantitative easing” (QE) è una forma di politica monetaria utilizzata dalle banche centrali come metodo per aumentare rapidamente l'offerta di moneta nazionale e stimolare l'attività economica. L'allentamento quantitativo di solito coinvolge la banca centrale di un paese che acquista titoli di stato a più lungo termine, così come altri tipi di attività, come i titoli garantiti da ipoteca. In risposta alla chiusura economica causata dalla pandemia COVID-19, il 15 marzo 2020 la Federal Reserve statunitense ha annunciato un piano di allentamento quantitativo di oltre 700 miliardi di dollari. L'allentamento quantitativo ha sostenuto i prezzi degli **asset (Qualsiasi bene di proprietà di un'azienda (macchinari, merci, ecc.), che possa essere monetizzato e quindi usato per il pagamento di debiti)**, ma la maggior parte degli americani non possiede asset. La Fed non è progettata per influenzare direttamente i salari e l'occupazione: lo fa attraverso i mercati del credito. Si suppone che lo stimolo fiscale influenzi direttamente i redditi e il lavoro, ma la mania globale per l'austerità in generale e i fallimenti dell'amministrazione Obama in particolare hanno fatto sì che i mercati del credito si siano ripresi mentre i lavoratori e le famiglie no. La conseguente disuguaglianza ha minato la capacità della politica monetaria di stimolare l'economia nel suo insieme piuttosto che solo le banche e le attività. Da qui la lenta ripresa e la costante incapacità della Fed di raggiungere i suoi obiettivi di inflazione.

L'esplosione del crollo economico del coronavirus in quel contesto monetario già debole significa quasi certamente che la deflazione è già in corso, anche se l'indice generale dei prezzi al consumo non è ancora diventato negativo. I prezzi delle materie prime stanno diminuendo. Il calo dei prezzi del petrolio è stato ancora più spettacolare: il 20 aprile, i futures sul petrolio per le consegne di maggio sono crollati a 37,63 dollari al barile. Soprattutto, almeno 26 milioni di persone hanno perso il lavoro, mentre altri milioni hanno subito una riduzione della paga o dell'orario di lavoro. Gli economisti dicono che i salari sono "vischiosi", nel senso che di solito sono fissati in contratti per lunghi periodi, quindi il modo in cui la deflazione avviene per i lavoratori principalmente non è attraverso un calo del prezzo del lavoro ma attraverso una diminuzione della quantità di posti di lavoro. La quantità di posti di lavoro non è mai diminuita così velocemente come da metà marzo 2020. Il pericolo di deflazione significa che gli interventi giganteschi della Fed potrebbero salvare il sistema finanziario ma non scongiurare un decennio straziante di disoccupazione, disuguaglianza e instabilità.

c. Lezioni della crisi finanziaria del 2008.

Quei trilioni di dollari di quantitative easing hanno salvato le banche, ma non hanno aiutato i proprietari di case subacquee, i lavoratori edili disoccupati o gli insegnanti licenziati a causa dei tagli al bilancio statale. Entro la fine del 2019, sembrava che l'economia si fosse ripresa, ponendo fine a un decennio perduto di miseria e dislocazione. Ma anche il basso tasso di disoccupazione e la crescita dignitosa del PIL hanno mascherato danni persistenti al mercato del lavoro. La partecipazione alla forza lavoro non è mai tornata al livello del 2007: durante

quel decennio perduto, milioni di persone hanno lasciato la forza lavoro e non sono più tornate. Il "tasso di licenziamento", un'indicazione del fatto che i lavoratori pensano di poter lasciare i loro posti di lavoro per uno migliore, ha raggiunto il livello di precrisi solo a metà del 2018. Gli economisti hanno dimostrato che la maggior parte dei guadagni di reddito dal 2008 si è accumulata nella parte alta della distribuzione del reddito. L'1% più ricco delle famiglie ha ricevuto il 49% della crescita totale del reddito dal 2009 al 2017, mentre il 99% più povero aveva recuperato solo i due terzi delle perdite dovute alla crisi all'inizio del 2018. La ripresa è stata lenta, fragile e diseguale. I primi tre mesi del 2020 lo hanno cancellato completamente. Il sostegno ai mercati del credito non riaprirà le imprese bloccate né indurrà i disoccupati ad acquistare nuove auto. Nessun controllo di stimolo un tantum rassicurerà nessuno sul fatto che il blocco non si estenderà durante la caduta o tornerà una volta che è stato rimosso. Lo stimolo della domanda attraverso i normali strumenti di politica fiscale e monetaria, anche su scala senza precedenti, non è commisurato a questa crisi. Le persone hanno bisogno di un sostegno al reddito diretto, universale e incondizionato. Invece di generare un'improvvisa iperinflazione, potrebbe essere l'unico modo per evitare una spirale deflazionistica che rivaleggia con la Grande Depressione.

Capitolo 2: Valutazione storica della deflazione nel mondo.

Introduzione

Mark Blaug, nella sua opera *Economic Theory in retrospect*, 1962, afferma: "la storia dell'economia mostra che gli economisti sono inclini come tutti gli altri a prendere le vesciche come lanterne e ad affermare di sostenere la verità che tutto ciò che hanno si riduce a un complesso insieme di definizioni o giudizi di valore camuffati da regole scientifiche. Non c'è altro modo per rendersene conto che studiare la storia dell'economia." Non possiamo creare una crisi economica per valutarne le conseguenze, ma riferendoci alla storia dell'economia, potremo servirci come laboratorio necessario per capire i meccanismi reali dell'economia, adattandoci alle nuove sfide di politica economica. La politica monetaria in particolare ha avuto un'evoluzione spazio temporale che ci conviene studiare per trovare un modello più addatto alla realtà odierna della deflazione.

A. Il concetto della deflazione.

a. Come si manifesta la deflazione ?

Una flessione del livello generale dei prezzi deriva molto spesso da una situazione recessiva in cui la domanda di beni e servizi – la domanda aggregata - si contrae. La spesa di persone e aziende, in altri termini, si riduce. Questo spinge le società stesse a cercare di vendere i propri prodotti a prezzi inferiori, nella speranza di stimolare la domanda e una risposta del consumatore. Ne deriva che le società vendono a un prezzo minore i propri prodotti e quindi registrano una diminuzione del fatturato. Per bilanciare questa contrazione del giro d'affari caratteristica delle economie in stato di deflazione, le imprese cercano di ridurre i costi per materie prime e servizi derivanti da altre imprese, di tagliare il costo del lavoro, di comprimere i finanziamenti dalle banche, riducendo gli oneri finanziari sui debiti contratti. Questi interventi, a loro volta, tendono a comprimere la domanda aggregata di beni e servizi, aggravando la situazione e portando nuove spinte deflative. La crescita della disoccupazione derivante dal taglio dei costi del lavoro, per esempio, costringerà i nuovi disoccupati a ridurre le proprie spese, influenzando negativamente la domanda. Alla deflazione tende, però, anche a corrispondere un aumento del risparmio che può porre le basi per una sana ripresa economica.



b. Le deflazioni nel diciannovesimo secolo

Nel diciannovesimo secolo, la deflazione esprimeva un eccesso di offerta rispetto alla domanda. Ciò porta ad una diminuzione del valore complessivo dell'offerta, in quantità e prezzo. Le imprese in difficoltà abbassano i prezzi e la produzione, aggravando la crisi. Dalla metà del XV secolo, i metalli preziosi, gli standard delle valute europee dell'epoca, si esaurirono quando la mania per le spezie asiatiche provocò un deflusso d'oro. I laboratori per la fabbricazione delle monete chiudono uno dopo l'altro, la merce non viene più venduta. Tra il 1400 e il 1500, i prezzi in Europa scendono dal 25 al 50%. A metà del XVI secolo, l'oro in America Latina pose fine alla carenza e fece rivivere l'inflazione. Le deflazioni del diciannovesimo secolo hanno per contesto economico un sistema capitalista puramente competitivo. Durante questo secolo si susseguono fasi di espansione e depressione, quest'ultima che consente di ripristinare le condizioni per la ripresa economica. L'aumento e il calo dei prezzi seguono questi movimenti, mentre la crisi e la competitività dei mercati regolano l'economia. Bernard Rosier e Pierre Dockès qualificano questo fenomeno come un ciclo classico. Il XIX secolo ha visto susseguirsi due cicli classici :

- Un primo lungo ciclo iniziò all'inizio del secolo e varie fasi di depressione si verificarono dal 1816 al 1848. I prezzi scesero nella maggior parte dei principali paesi industrializzati durante questo periodo. Dal 1819 al 1821 il governo britannico, dopo il costo delle guerre napoleoniche, decise di tornare al gold standard in quattro anni. La Banca d'Inghilterra stringe quindi la vite monetaria e l'offerta di moneta si riduce del 17%. Ciò causerà un calo significativo dei prezzi. La convertibilità fu ripristinata nel 1821. Dal 1839 al 1843 negli Stati Uniti diversi stati meridionali, produttori di cotone, presero in prestito ingenti somme di denaro dalle banche. Allo stesso tempo, speculano sul prezzo del cotone. Nel 1839 il Regno Unito, il loro principale sbocco, ridusse le sue importazioni, provocando un crollo dei prezzi. Poiché i produttori non sono più in grado di rimborsare i prestiti, le banche si trovano in crisi e sospendono i pagamenti in contanti. Un quarto andrà in bancarotta. La deflazione ha poi preso piede nel paese, con prezzi in calo del 40% in quattro anni. Quando i prezzi scendono, i salari nominali scendono ancora di più, portando a minori opportunità per le imprese.
- Un secondo lungo ciclo caratterizza la seconda metà dell'Ottocento con un boom dal 1850 al 1873, poi la Grande Depressione dal 1873 al 1896. L'ultimo terzo dell'Ottocento è segnato da un lungo periodo di deflazione dei prezzi al consumo nei paesi sviluppati. Dal 1873 al 1896 nel Regno Unito, dal 1875 al 1906 in Francia, dal 1865 al 1906 negli Stati Uniti. Dopo il 1850, l'ascesa si basa sullo sviluppo della ferrovia, della metallurgia e della costruzione meccanica. Questa fase è accompagnata da un modesto aumento dei prezzi. L'economia si voltò con la crisi del 1873. I prezzi scesero bruscamente e altre crisi minori caratterizzarono il periodo: 1882 in Francia e 1890 in Gran Bretagna.

c. La deflazione all'inizio del ventesimo secolo

Negli anni 20 alcuni paesi hanno perseguito politiche di deflazione volontaria. L'obiettivo di tali politiche era di ridurre i prezzi ed i costi di produzione nell'ambito di mantenere o ripristinare la parità aurea della moneta. Il calo dei prezzi porta a una riduzione dell'offerta di moneta, quindi il valore di ciascuna unità monetaria espressa in oro aumenta. Questa politica mira ad abbassare i prezzi e i salari in modo autoritario, con il rischio di innescare una spirale deflazionistica.

La Gran Bretagna ha perseguito una politica di deflazione negli anni 20. Questa politica si era rivelata costosa in termini di crescita e disoccupazione. L'obiettivo di questa politica era di ripristinare la vecchia parità aurea della sterlina inglese, a seguito del rapporto Cunliffe del

1918, del nuovo governatore dell'epoca della Banca d'Inghilterra. Per fare questo, il governo ha perseguito una politica di austerità di bilancio e monetaria. La politica fu un successo poiché la sterlina diventò nuovamente convertibile in oro alla parità di 4,86 dollari nel maggio 1925. Ma questo successo ha un costo, poiché allo stesso tempo le esportazioni britanniche diminuirono (nel 1929 sono meno del 20% rispetto al livello dell'anno 1913), la crescita economica ha ristagnato e la disoccupazione è rimasta ad un livello elevato, superiore all'8%. Questa politica terminò nel 1931 con la svalutazione della lira sterlina. Nel 1930, in Germania, il cancelliere Heinrich Brüning guidò una politica di deflazione volta a "portare salari, stipendi e prezzo della vita al livello del 1913". In concreto, questa politica si traduce in un taglio del 10% dei salari dei dipendenti pubblici, un calo del 6% di tutti i salari e una riduzione delle prestazioni sociali e dell'indennità di disoccupazione. Nel 1935, in Francia, il capo del governo Pierre Laval guidò una drastica politica di austerità con obiettivi deflazionistici, ma questa politica non riuscì a far uscire il paese dalla crisi. Tra il 1930 e il 1935, i prezzi al consumo sono scesi dal 35 al 40%.

- *La grande deflazione del 1929.*

La crisi del 1929 scoppiò alla Borsa di New York giovedì 24 ottobre. Mise fine a un importante movimento di ascesa speculativa nei mercati finanziari e immobiliari, che durava dall'inizio degli anni 1920. La depressione che seguì al crollo del mercato azionario durò fino al 1933. Si estese ad altre economie capitaliste attraverso il commercio internazionale e i movimenti di capitali. Il settore bancario sta vivendo numerosi fallimenti. Tra il dicembre 1929 e il marzo 1933, i prezzi sono diminuiti del 27% negli Stati Uniti. Questo forte calo è accompagnato da un crollo della domanda e dell'attività. L'occupazione è diminuita del 16% in tre anni e tutti i salari pagati hanno subito un calo di oltre il 40%, creando una difficile situazione sociale nel Paese. I prezzi dei prodotti agricoli si dimezzano in quattro anni. In Francia, i prezzi dei beni di consumo sono diminuiti di circa il 25% in quattro anni. A quel tempo, abbiamo osservato uno sviluppo del protezionismo e la maggior parte delle economie industrializzate erano in deflazione. La deflazione che seguì alla crisi del 1929 ebbe profonde cause monetarie. Prima della crisi, troppa creazione di denaro alimentava un movimento di speculazione generalizzata e un'euforia accecante. Questa creazione non si traduce in inflazione reale, perché la sfera reale e quella finanziaria sono disconnesse. Dopo la crisi, i default del credito, i fallimenti bancari e le politiche monetarie restrittive e procicliche portano a una significativa distruzione della valuta, fonte di deflazione. La stretta creditizia spinge al ribasso l'economia reale, facendo scendere i prezzi.

La Grande Depressione, nota anche come "crisi economica degli anni 30", è il periodo della storia mondiale che va dal crollo del 1929 negli Stati Uniti fino alla seconda guerra mondiale. Preceduta dalla potente espansione degli anni 20, è stata la più grande depressione economica del XX secolo, che è stata accompagnata da una deflazione significativa e da un'esplosione della disoccupazione e ha spinto le autorità a riformare i mercati finanziari.

Dopo il crollo del 24 ottobre 1929, negli Stati Uniti, uno dei problemi principali fu che con la deflazione la stessa somma di denaro consentiva di acquistare sempre più beni quanto il prezzo in calo. In queste condizioni, gli agenti economici hanno un interesse individuale a:

-Attendere il più a lungo possibile prima di acquistare : i consumi calano.

-Mantenere i propri beni sotto forma di denaro piuttosto che beni produttivi : gli investimenti diminuiscono.

L'effetto del crollo del 1929 sulla Grande Depressione è stato oggetto di varie analisi. Per Paul Samuelson, è solo uno dei fattori, e per di più un fattore "casuale", che ha portato alla Grande Depressione. Per Rose e Milton Friedman questo non è un elemento importante nell'inizio della Grande Depressione e secondo loro è stata causata da una politica monetaria inadeguata.

- *Crisi del mercato azionario e bancaria.*

La popolazione è entrata in un circolo vizioso e distruttivo che sarebbe durato diversi anni. Il calo si riflette anche sui corsi azionari: l'indice Dow Jones perde quasi il 90% tra il massimo del 1929 e il minimo del 1932. Nello scoppio della bolla speculativa sono stati fatti troppi piani di investimento. trovato insolvente, anche fraudolento. La crisi del mercato azionario degenera molto rapidamente in una crisi bancaria. Preso tra il crollo del valore dei loro beni (a volte troppo impegnati in affari dubbi, ma vengono massacrati anche società onorevoli e solide³), le inadempienze dei loro mutuatari e la riduzione della loro attività creditizia, le banche falliscono al primo passo falso e alla fine il sistema bancario crolla. Con il sistema bancario che si sgretolava e la popolazione che si aggrappava a quel poco denaro che aveva ancora, non c'era abbastanza liquidità nel mercato perché nessuna attività economica potesse invertire la tendenza.

Nel 1933, la produzione industriale americana si era dimezzata dal 1929. Tra il 1930 e il 1932, 773 istituti bancari fallirono, il che aumenterà notevolmente il tasso di disoccupazione tra i lavoratori⁴. Negli Stati Uniti, il tasso di disoccupazione aumentò notevolmente all'inizio degli anni '30: raggiunse il 9% nel 1930⁵. Il paese aveva circa 13 milioni di disoccupati nel 1932⁵. Nel 1933, quando Roosevelt divenne presidente, il 24,9% della popolazione in forza di lavoro è disoccupata⁶ e due milioni di americani sono senz'altro.

Le manifestazioni della fame stanno aumentando. Nel marzo 1930, 35.000 persone hanno marciato per le strade di New York⁷. Nel giugno 1932, i veterani chiesero il pagamento delle pensioni a Washington: furono violentemente sloggiati dai soldati. Nel 1934 scoppiò un grande sciopero nel settore tessile. Nelle campagne la situazione economica peggiorò, in particolare a causa della siccità e del Dust Bowl (1933-1935). Nel 1933, il calo del 60% dei prezzi agricoli colpì duramente gli agricoltori (effetto forbice). La rovina dei contadini delle Grandi Pianure spinge migliaia di persone a stabilirsi negli stati occidentali. Di fronte alla crescente miseria, l'influenza comunista progredisce nei circoli popolari

- *La diffusione della crisi nel mondo e particolarmente in Europa.*

La diffusione della crisi avverrà attraverso due canali. Poiché le banche americane hanno interessi in molte banche europee e borse valori e rimpatriano urgentemente le loro attività negli Stati Uniti, la crisi finanziaria si sta gradualmente diffondendo in tutta Europa. Allo stesso tempo, gli scambi economici internazionali stanno subendo tutto il peso del rallentamento che sta iniziando negli Stati Uniti, poi l'effetto negativo delle reazioni protezionistiche, prima degli Stati Uniti, poi di tutti gli altri paesi quando sono colpiti. il loro turno; La Francia e il Regno Unito effettuano una rifocalizzazione sulle loro colonie, sviluppando la "preferenza imperiale", proibita all'epoca della Conferenza di Berlino (1885) ma nuovamente praticata dopo il 1914. Le relazioni economiche all'epoca erano molto ridotte che oggi e queste ripercussioni impiegano alcuni mesi a manifestarsi: così la Francia è interessata dalla seconda metà del 1930, cioè sei mesi dopo. L'Italia fascista è stata colpita dal 1931.

Le reazioni del governo in Europa non sono più state adeguate che negli Stati Uniti. In Francia, la crisi è aggravata dalle misure deflazionistiche (prezzi e salari più bassi) dei governi di Tardieu e Laval, nonostante l'avvio di grandi opere (compresa l'elettrificazione delle campagne). In Germania, il tasso di disoccupazione ha raggiunto oltre il 25% della popolazione attiva nel 1932, alimentando la disillusione e la rabbia della popolazione. Fu in particolare promettendo di frenare la crisi che Adolf Hitler salì al potere il 30 gennaio 1933. In Spagna, la crisi economica coincise con l'arrivo al potere del Fronte popolare e aggravò le tensioni politiche che portarono alla guerra civile del 1936.

In Sud America, Asia e Africa si registra una crisi legata al forte calo del potere d'acquisto in Europa e Nord America. In Brasile, per limitare i trasporti invenduti e mantenere i prezzi, il

caffè viene bruciato nelle locomotive. Mentre l'intero mondo occidentale è colpito, l'Unione Sovietica di Stalin rimane fuori dalla crisi a causa del suo sistema economico autosufficiente e della non convertibilità del rublo.

Risultato Sconvolgimento politico che spinge alcuni paesi a sinistra oa destra dello spettro politico spinge Adolf Hitler al potere, aprendo la strada alla seconda guerra mondiale.

Cronologia :

- 24 ottobre 1929 Crash del 1929
- 30 gennaio 1933 Adolf Hitler diventa Cancelliere del Reich tedesco
- 4 marzo 1933 Franklin D. Roosevelt diventa Presidente degli Stati Uniti e lancia una nuova politica interventista, il New Deal.
- 1 settembre 1939 Inizio della seconda guerra mondiale.

Speculazioni

I banchieri hanno prestato agli speculatori senza ritegno. Hanno anche finanziato l'economia reale, ma in modo molto diverso a seconda del paese

Tre principali paesi industriali europei ; Aumento della produzione manifatturiera tra il 1913 e il 1928

- Regno Unito, 6%
- Germania ; 18%
- Francia ; 39%

Negli Stati Uniti, quando il mercato azionario è crollato, i prestiti bancari non hanno potuto essere rimborsati, è entrato il panico e la corsa alle banche li ha bloccati. L'economia, priva di credito, si è fermata improvvisamente. Gli Stati Uniti non sono soli in questa crisi di speculazione. Già nel 1925, l'allora governatore della Banca d'Inghilterra, Sir Montagu Norman, annunciò il ritorno dell'Inghilterra al gold standard, poiché la sterlina era salita nell'autunno del 1923 da 76 a 91 franchi in dieci settimane. Questa decisione, accettata da Winston Churchill, presa sotto l'influenza di una "Città" che vuole rimanere il principale centro finanziario del mondo, è criticata dall'economista John Maynard Keynes, perché basata sulla parità di una sterlina per 4,86 dollari, che penalizza l'industria britannica. L'indice della produzione manifatturiera ha raggiunto solo 106 nel 1928 nel Regno Unito, su una base di 100 nel 1913, contro i 118 della Germania e i 139 della Francia.

Gli anni 20 furono soprattutto il periodo d'oro della Borsa di Parigi, già radiosa durante la Belle Époque, che vide il suo volume di scambi decuplicarsi e il suo indice moltiplicarsi per 4,4 tra la fine del 1921 e la fine del 1928, performance addirittura superiore a quello del Dow Jones, moltiplicato per 3,6 nello stesso periodo. Ma questa speculazione è distribuita meglio che negli Stati Uniti, dove il mercato finanziario non è ancora maturo come in Francia. L'interesse per le medie imprese fa crescere le sette borse provinciali, la cui capitalizzazione è aumentata di nove volte tra il 1914 e il 1928, raggiungendo il 16% della capitalizzazione francese contro il 9% nel 1914. Il totale delle emissioni di azioni e le obbligazioni in Francia sono raddoppiate, in valore costante, tra il decennio 1901-1910 e il decennio 1920-1929. L'idroelettrico ne ha beneficiato con la produzione moltiplicata per otto nel decennio e il 20% delle emissioni di titoli. Meno sotto-capitalizzate rispetto al XIX secolo, le società francesi resistettero relativamente bene al crollo del 1929. I loro prezzi furono dimezzati, mentre quelli americani divisi per quattro.

B. Indicatori macroeconomici del rischio di deflazione

Il rischio di deflazione è percepito come segnale della deflazione futura e avvertenza per le autorità monetarie. Le pressioni deflazionistiche sono aumentate in diversi paesi e il tasso di sconto fu temporaneamente aumentato in risposta all'abbandono del gold standard da parte della Gran Bretagna nel settembre 1931. Va ricordato che l'oro ha ancorato il tasso di cambio e la politica monetaria per quasi due secoli. I politici hanno ritenuto inconcepibile che, a parte l'occasionale rivalutazione, il tasso di cambio potesse fluttuare liberamente. Bernanke (1995) osserva che il gold standard e le austere politiche fiscali erano i cardini dell'establishment politico francese; tanto che anche il partito comunista negli anni trenta ne accettò la necessità. La suscettibilità alla deflazione è elevata in alcuni di essi. Inoltre, il contesto economico globale continua ad essere molto incerto, non da ultimo a causa del calo significativo dei mercati azionari, dell'output gap ampio e forse in aumento e delle preoccupazioni geopolitiche. Questi fattori potrebbero aumentare ulteriormente le vulnerabilità, tuttavia, mostra che le pressioni deflazionistiche non sono abbastanza forti da portare a una deflazione generalizzata.

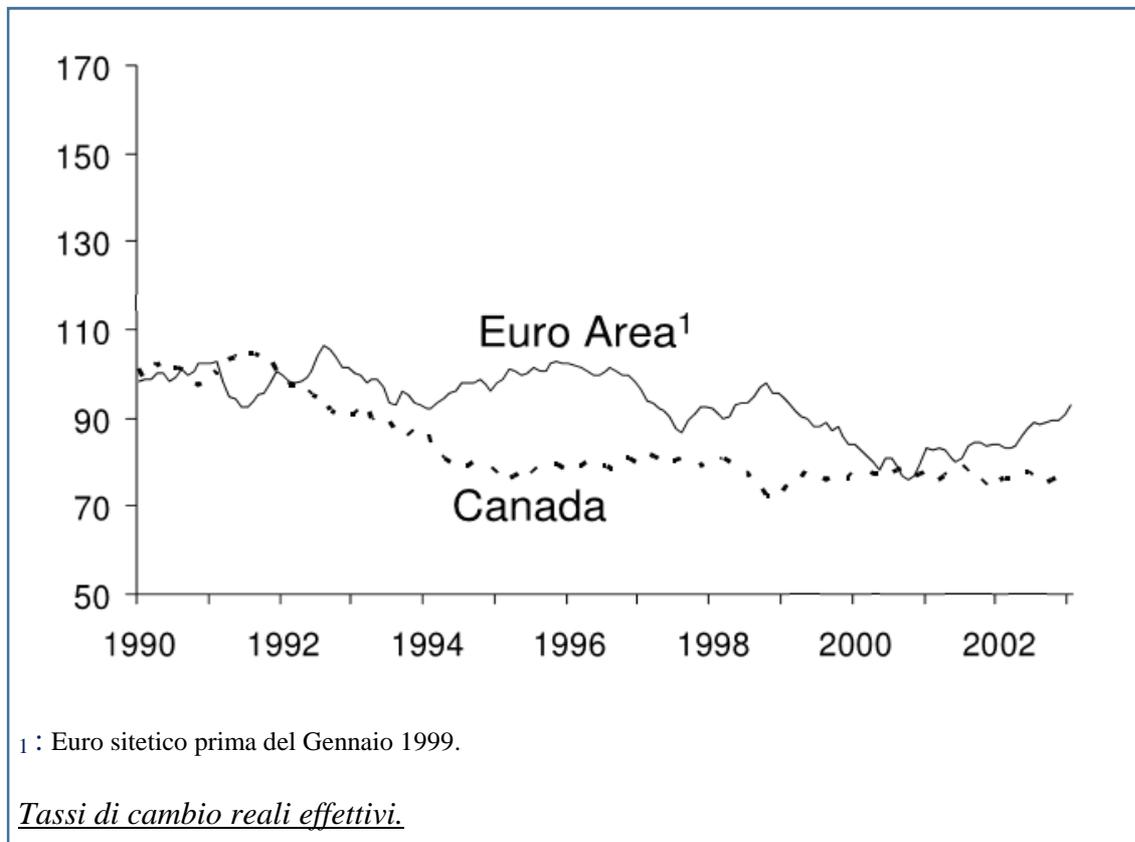
a. Indice dei prezzi

L'inflazione dei prezzi al consumo e alla produzione era ai minimi nel dopoguerra in molti paesi. Tuttavia, le aspettative inflazionistiche rimangono generalmente ben ancorate. Secondo le proiezioni del FMI, si prevedeva che pochissimi paesi registreranno un'inflazione dei prezzi al consumo inferiore all'1%: al di fuori della regione asiatica, queste comprendono solo Germania e Svizzera. Sebbene i prezzi globali del petrolio siano recentemente diminuiti drasticamente, gli effetti ritardati dei precedenti prezzi più elevati potrebbero riflettersi in un aumento dei tassi di inflazione complessiva nel breve termine. Tuttavia, è probabile che anche i prezzi del petrolio più elevati abbiano avuto effetti negativi sull'attività che potrebbero aumentare le aspettative deflazionistiche. Data la difficoltà nel prevedere la deflazione e i metodi di misurazione, gli indicatori di prezzo con un valore basso (inflazione inferiore allo 0,5 per cento) sono stati presi come un segnale preoccupante.

b. Effetto tassi di cambio nella zona euro

Dall'inizio del 2000, i mercati azionari hanno subito correzioni eccezionalmente ampie). I rapporti prezzo / utili sono tornati vicini alle medie storiche in diverse economie del G7. Tuttavia, le proiezioni sugli utili in molti casi possono essere ancora troppo ottimistiche, esponendo rischi al ribasso. Nello stesso periodo, i prezzi delle abitazioni sono aumentati notevolmente in diversi paesi, sostenendo i bilanci delle famiglie. Al contrario, il calo dei prezzi delle case in Giappone, e in misura minore in Germania, ha aggravato gli effetti negativi del calo dei prezzi delle azioni. Anche i mercati azionari delle economie dei mercati emergenti sono diminuiti in modo significativo: l'indice di Morgan Stanley Capital International (MSCI) delle azioni dei mercati emergenti è diminuito di oltre il 50% (in termini di dollari USA) dall'inizio del 2000. La valutazione dell'impulso deflazionistico da uno shock dei prezzi azionari al saldo delle famiglie e delle imprese i fogli hanno tenuto conto dell'entità del calo dei prezzi e dell'importanza dei mercati azionari nell'economia. Come nel caso del calo del prezzo delle attività, un apprezzamento del tasso di cambio ha effetti sia sul reddito che sul bilancio. Una valuta apprezzata smorza l'attività e i redditi nei settori concorrenti delle esportazioni e delle importazioni e esercita una pressione al ribasso sui prezzi, sia direttamente che attraverso un'attività più debole. Date le differenze nella portata e nella velocità di trasferimento del tasso di cambio, sono state prese in considerazione una serie di misure per

delegare l'effetto sulla deflazione tramite il canale del tasso di cambio. La misura utilizzata si è basata sul grado di apprezzamento del tasso di cambio effettivo.



Capitolo 3: Le soluzioni ed alternative della Banca Centrale Europea.

Introduzione

La politica di quantitative easing messa in atto dalla BCE nel 2015 consiste essenzialmente nel fornire liquidità al settore finanziario nella speranza che tali iniezioni vengano trasmesse al settore privato attraverso i canali del credito e dei mercati finanziari. Ma a causa della scarsa efficienza di questi canali, la maggior parte di questa liquidità rimane nei circuiti finanziari. Appare quindi necessario considerare una politica alternativa consistente nel consentire al settore privato e / o pubblico non finanziario di beneficiare direttamente della liquidità fornita da una nuova politica di quantitative easing, le cui caratteristiche devono essere specificate e la cui efficacia deve essere valutata. Una tesi sostenuta dal professore all'università di Strasbourg; l'economista Gilbert Koenig.

Nel marzo 2015 la BCE ha deciso, nell'ambito della sua politica monetaria non convenzionale, di adottare misure di quantitative easing simili a quelle attuate negli Stati Uniti e in Giappone. Questa politica, le cui misure sono state amplificate nel marzo 2016, consiste nell'immettere nei circuiti finanziari un volume di liquidità di 1680 miliardi di euro da marzo 2015 a marzo 2017. L'obiettivo è che gli effetti di questa espansione monetaria in il settore finanziario verrà trasmesso al settore non finanziario e quindi si potrà evitare la deflazione che minaccia l'Eurozona. La scarsa efficienza di questa massiccia iniezione di liquidità sinora osservata ha indotto a riflettere su un'alternativa all'attuale politica consistente nel sostituire l'immissione di liquidità a beneficio del settore finanziario con un'offerta monetaria diretta al settore non finanziario (società, famiglie, settore pubblico). Questa idea è stata sostenuta dal 2015 da vari movimenti, come il think tank britannico Positive Money. Ha anche attirato il sostegno di alcuni economisti, come J. Muellbauer, e di alcuni politici, come J. Corbyn, leader del Partito laburista britannico, ed è stato oggetto di una campagna europea in cui diversi movimenti sostenevano proposte diverse. Nel febbraio 2016 è stato il tema di una conferenza al Parlamento europeo e nel marzo 2016 il presidente della BCE Mario Draghi non aveva escluso a priori dalle sue riflessioni sull'evoluzione della politica monetaria. L'analisi dei meccanismi di trasmissione dell'attuale politica di quantitative easing mirata al settore finanziario aiuta a comprendere la scarsa efficacia di tale azione monetaria sinora osservata e la scarsa probabilità che la sua estensione possa avere per raggiungere i suoi obiettivi. Sembra quindi necessario considerare politiche alternative, come quella che sostiene la creazione di moneta che alimenta direttamente i bilanci degli agenti nel settore non finanziario.

A. Natura e limiti dei canali di trasmissione dell'attuale politica di quantitative easing

Il tasso di inflazione della zona euro misurato dall'evoluzione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo si è discostato in modo significativo dal livello dell'obiettivo fissato dalla BCE (inferiore al 2%, ma prossimo a tale tasso). Infatti, è passato dall'1,4% nel 2013 allo 0,4% nel 2014 per diventare zero nel 2015. Nel 2016 è passato dallo 0,3% di gennaio al -0,2% di febbraio per tornare a zero. a marzo. Per evitare la deflazione che ha già colpito diversi paesi europei, la BCE ha lanciato nel 2015 un programma di quantitative easing, il cui volume è stato amplificato nel marzo 2016. Questo programma consiste per il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) nella creazione di nuovo denaro per finanziare acquisti di titoli sul mercato finanziario secondario a un tasso di 60 miliardi di euro al mese da marzo 2015 a marzo 2016, quindi 80 miliardi al mese fino a marzo 2017, periodo che può essere prorogato se necessario. Gli acquisti hanno riguardato principalmente titoli di Stato, ma con una previsione di aumento

della quota di acquisti di titoli privati da marzo 2016. La BCE conta su diversi canali di trasmissione della propria politica per contrastare il rischio di deflazione che minaccia l'economia intera zona euro. Questi canali passano attraverso prestiti bancari e mercati finanziari

a) Il canale del credito bancario

Acquistando titoli detenuti dalle banche, la BCE immette liquidità che dovrebbe incoraggiare queste istituzioni a distribuire più prestiti al settore non finanziario e creare così denaro a vantaggio di questo settore. Ciò dovrebbe comportare un aumento dell'attività economica e dei prezzi.

Questo effetto atteso si basa sulla teoria del moltiplicatore di credito secondo la quale un aumento del volume della moneta della banca centrale determina un aumento di una maggiore quantità di credito al settore non finanziario. Ma affinché questo meccanismo funzioni, le banche devono essere disposte a concedere credito e deve esserci una richiesta per questo. Tuttavia, in tempi di recessione o condizioni economiche deboli, le banche generalmente non sono molto generose, anche se detengono riserve sufficienti, in particolare perché aumentano i rischi di mancato rimborso. Inoltre, in un periodo del genere, la domanda di credito è spesso insufficiente, poiché le famiglie esitano ad indebitarsi per l'acquisto di beni durevoli e per l'acquisizione di immobili. Quanto agli investitori, sono meno vincolati dalle esigenze di liquidità che dalle prospettive di sbocco. Lo conferma un'indagine condotta dalla BCE tra le grandi imprese dei settori industriale, edile e dei servizi e che mostra come il calo degli investimenti nel 2015 rispetto al livello raggiunto prima della crisi non abbia non è dovuto all'accesso al credito, ma principalmente alla debolezza della domanda e alle scarse prospettive di sbocchi.

Secondo la BCE, i prestiti al settore privato continuano a crescere abbastanza lentamente, soprattutto quelli concessi a società non finanziarie, il cui volume a febbraio 2016 resta leggermente inferiore a quello del 2013². A causa della debole espansione delle loro attività di credito, le banche sono indotte a cercare investimenti alternativi per le liquidità che vengono loro generosamente offerte dal SEBC. Alcuni hanno deciso di aumentare le loro riserve in eccesso presso il SEBC con contanti ottenuti a un interesse inferiore a quelli che remunerano i loro depositi. Questa soluzione è diventata meno vantaggiosa dalla decisione di assoggettare questi depositi a tassi negativi. Le banche possono utilizzare la propria liquidità anche per rafforzare il proprio patrimonio al fine di meglio garantire i propri prestiti, in accordo con le misure regolamentari del Comitato di Basilea, e per fronteggiare il rischio di mancato rimborso di titoli tossici ancora presenti nei propri bilanci. Secondo la BCE, il consolidamento dei bilanci bancari e l'esistenza di ingenti crediti inesigibili erano ancora, a marzo 2016, un freno all'espansione dei prestiti bancari. Infine, le banche, come altre istituzioni che beneficiano della politica di quantitative easing, possono essere incoraggiate a investire la significativa liquidità fornita dal SEBC sui mercati finanziari favorendo gli acquisti di titoli privati i cui rendimenti siano superiori a quelli di titoli pubblici. L'entità di questi acquisti può determinare un forte aumento dei prezzi delle attività non correlato alle prospettive di crescita che potrebbero derivare dall'attività dei loro emittenti. Un tale sviluppo rischia di innescare una bolla finanziaria, il cui scoppio potrebbe innescare una nuova crisi finanziaria.

2: Bulletin de la BCE, n°3, mars 2016, pp. 17 et 21.

b) Il canale dei mercati finanziari

Acquistando titoli sui mercati finanziari, le autorità monetarie europee sperano di influenzare il settore non finanziario attraverso ristrutturazioni del portafoglio, effetti ricchezza e variazioni dei tassi di cambio.

- *Effetti sulla struttura dei portafogli*

Gli acquisti di titoli di Stato da parte del SEBC provocano un aumento del prezzo di queste attività e una diminuzione dei loro rendimenti. Questo calo può incoraggiare gli operatori finanziari a passare ad attività più redditizie, ma più rischiose, come azioni e obbligazioni di società private. Di conseguenza, gli investitori possono essere incoraggiati ad aumentare le proprie risorse finanziarie emettendo azioni e / o a ridurre il costo del finanziamento emettendo obbligazioni. Tuttavia, questo meccanismo si sta rivelando inefficiente nella zona euro. Infatti, può solo determinare una debole ristrutturazione dei portafogli, perché, al momento dell'introduzione dell'allentamento monetario in Europa, i rendimenti dei titoli di Stato di paesi diversi da quelli in grande difficoltà erano già tassi di interesse su titoli privati. Inoltre, sembra improbabile che molti operatori decideranno di ripiegare su investimenti rischiosi in tempi di recessione o recessione economica. Infine, anche se questo rinvio si verificasse, non genererebbe investimenti significativi, perché, come evidenziato dall'indagine BCE sopra citata, gli investitori non sembrano avvertire principalmente vincoli di finanziamento.

- *Effetti sulla ricchezza*

Determinando un aumento dei prezzi delle attività finanziarie, gli acquisti di titoli da parte del SEBC aumentano la ricchezza dei detentori di attività. Questo aumento dovrebbe incoraggiare investitori e consumatori ad aumentare la loro spesa, il che stimolerebbe la crescita e i prezzi. Questo meccanismo ha un'efficacia limitata. In effetti, come ha dimostrato l'indagine della BCE sopra citata, il finanziamento è ben lungi dall'essere il vincolo essenziale che pesa sugli investimenti per molte aziende. Per quanto riguarda le famiglie europee, soprattutto quelle con reddito medio e basso, detengono relativamente pochi titoli. Per quanto riguarda chi ha redditi elevati e detiene più titoli, la loro propensione al consumo è generalmente bassa. Inoltre, l'incremento del valore dei titoli già verificatosi prima dell'introduzione di tale politica non ha determinato un aumento significativo dei consumi. Questo meccanismo può anche avere effetti indesiderati. Anzi, è una fonte di maggiore disuguaglianza generando un crescente accumulo di ricchezza nelle mani dei più ricchi. È vero che per alcuni politici, parte dei benefici di questa politica in termini di crescita attesa potrebbe "ricadere" dai più ricchi ai più poveri. Ma, anche se questo effetto di ricaduta fosse importante, potrebbe solo mitigare l'aumento della disuguaglianza.

c) Il canale del tasso di cambio

Riducendo il tasso di rendimento dei titoli denominati in euro, la politica di allentamento monetario dovrebbe incoraggiare gli operatori finanziari a rivolgersi a titoli esteri che generano rendimenti più elevati. Queste operazioni richiedono l'acquisizione di valute estere contro euro, il che porta a un deprezzamento della valuta europea. Il risultato è un miglioramento della competitività della zona euro favorevole alle esportazioni e un aumento dei prezzi delle merci importate che porta a un aumento dei prezzi europei. Il successo di questo meccanismo è messo in dubbio dal fatto che molti altri paesi stanno riducendo i loro tassi di interesse praticando, come gli Stati Uniti, politiche simili a quelle europee. Di conseguenza, il deprezzamento

dell'euro dovrebbe essere fortemente attenuato. Ma anche se questo deprezzamento fosse sostanziale, non porterebbe necessariamente a un aumento significativo delle esportazioni. Infatti, la maggior parte degli scambi di membri dell'Eurozona avviene all'interno di questo spazio e il fabbisogno di merci importate da molti paesi extraeuropei clienti dell'Europa è ridotto a causa della debole crescita. .

È probabile che, nonostante le carenze dei suoi canali di trasmissione, la politica di quantitative easing abbia evitato una fase deflazionistica. Tuttavia, è ben lungi dall'aver raggiunto il suo obiettivo di inflazione poiché la variazione dell'indice dei prezzi dell'area dell'euro rimane prossima allo zero, senza alcuna prospettiva di cambiamenti significativi nel prossimo futuro. In effetti, il suo impatto sul livello di attività è piuttosto modesto. La leggera ripresa economica nell'area dell'euro avvenuta nel 2015 e che sembra stabilizzarsi nel 2016 intorno a un tasso di crescita dell'1,6% è in gran parte dovuta a cause esogene, come il calo del prezzo del petrolio e materie prime e deprezzamento dell'euro. Tra le cause interne, la debole ripresa degli investimenti privati e dei consumi di beni durevoli è da attribuire alle aspettative sulla caduta del tasso di interesse a lungo termine conseguente alla generosa politica monetaria della BCE. A causa della scarsa efficienza dei meccanismi di trasmissione di questa politica al settore non finanziario, la maggior parte della liquidità che crea rimane nel settore finanziario. C'è quindi poco da aspettarsi da un'intensificazione di questa politica, come quella decisa nel marzo 2016. Si dovrebbe piuttosto considerare un'alternativa che consentirebbe al settore non finanziario di beneficiare direttamente dell'allentamento quantitativo.

B. Il quantitative easing a vantaggio diretto del settore non finanziario

Sostenendo un aumento diretto dell'offerta di moneta, vale a dire la valuta detenuta dal settore non finanziario, speriamo di riportare l'inflazione al livello desiderato in modo più sicuro dell'attuale politica di QE, la cui influenza non è esercitata direttamente solo sulla base monetaria. Le proposte per questa nuova politica sono definite intorno a principi comuni, ma le modalità della sua attuazione differiscono in particolare a seconda della natura dei beneficiari della creazione monetaria.

a) Principi di politica

L'allentamento quantitativo a favore del settore non finanziario, come quello dell'attuale programma di QE, porta ad un aumento della base monetaria non sterilizzata. La BCE potrebbe fornire liquidità direttamente al settore non finanziario o alimentare con essa le riserve delle banche centrali nazionali in proporzione alle loro partecipazioni nel capitale della BCE. Quest'ultimo sarebbe quindi responsabile della fornitura di liquidità al settore non finanziario nei rispettivi paesi. Tale aumento di liquidità avrebbe come contropartita, nei bilanci bancari, obbligazioni perpetue zero coupon emesse dai beneficiari di tale contributo. Da un punto di vista contabile, questa registrazione consente di adempiere all'obbligo del SEBC di fornire liquidità solo in cambio di titoli. A livello economico, una politica di quantitative easing a favore del settore privato ha necessariamente un effetto positivo sulla domanda fornendo saldi privati con denaro il cui costo di produzione è zero e che non comporta debito aggiuntivo per loro beneficiari.

Per la BCE, il cui obiettivo principale è la stabilità dei prezzi, l'aumento dell'offerta di moneta deve consentire di evitare la deflazione e portare il tasso di inflazione vicino al 2%. Per determinare l'ammontare della creazione di moneta in grado di raggiungere questo obiettivo,

la BCE deve valutare la possibile variazione nella velocità di circolazione del denaro e l'impatto della sua politica sul livello di attività economica. Il volume di liquidità da fornire al settore privato è oggetto di un'ampia varietà di proposte. È probabile che finanzia direttamente i fondi dei cittadini europei, quelli del settore pubblico o quelli delle due categorie di beneficiari.

b) Facilitazione quantitativa per le persone

Il Quantitative Easing for People (QEP) ha caratteristiche simili a quelle della vecchia proposta di un reddito universale di base incondizionato. In entrambi i casi, infatti, si tratta di pagare il reddito direttamente ai cittadini di un Paese senza indennizzo. Tuttavia, mentre il reddito universale costituisce una misura della riforma strutturale, il QEP è una misura transitoria della politica monetaria. Questa disposizione non è incompatibile con i trattati europei che non contengono alcuna clausola che la vieti. Le varie proposte sulle modalità di erogazione del contante sotto forma di "dividendo cittadino" consistono nel concretizzare la parabola del lancio di denaro in elicottero (elicottero) formulata da Mr. Friedman nel 1969. Ad esempio, la BCE può fornire liquidità sotto forma di assegni o finanziare conti bancari di cittadini i cui nomi sono forniti dalle liste elettorali dei paesi dell'area dell'euro. Questo trasferimento può essere effettuato direttamente o tramite la tesoreria di ciascun paese che riceve questa liquidità in cambio di un'emissione di obbligazioni perpetue senza interessi e che la versa sui conti dei cittadini.

Poiché la liquidità non ha debiti come contropartita, i beneficiari possono prendere in considerazione di aumentare il proprio consumo immediatamente senza dover anticipare la necessità di tagliare la spesa in un secondo momento per soddisfare il rimborso del debito. Ma non tutta questa liquidità verrà utilizzata per aumentare i consumi macroeconomici. In effetti, alcuni beneficiari potrebbero decidere di cogliere l'occasione per uscire dai debiti o per risparmiare. Ma questa riduzione dell'indebitamento non ha alcun effetto sui consumi immediati e la conseguente riduzione degli interessi passivi genera reddito per alimentare i consumi futuri. Il deleveraging di alcuni unito ad un aumento del PIL derivante da quello dei consumi di altri consente di migliorare il rapporto tra debito privato e PIL. Quanto alla fuoriuscita dal circuito dei consumi dovuta al risparmio, essa può essere ridotta distribuendo lo stesso volume di liquidità tra i cittadini con le maggiori propensioni al consumo. In questo modo vengono presentate proposte per limitare il QEP ai dipendenti e ai pensionati i cui nomi possono essere forniti dalla previdenza sociale o ai cittadini con il reddito più basso. Possiamo anche prevedere una diversa distribuzione della moneta a seconda delle situazioni economiche e sociali dei paesi. È così che possiamo sperare in un aumento maggiore dei consumi favorendo i cittadini greci più dei tedeschi.

Infine, parte dell'aumento dei consumi privati derivante dall'aumento della liquidità andrà ai beni importati, i cui prezzi aumenteranno, il che si tradurrà in una maggiore inflazione europea. Studi sull'impatto dei rimborsi fiscali negli Stati Uniti e in Australia possono dare un'idea dell'entità degli effetti di una maggiore liquidità sui consumi. Esse mostrano che tra il 20% e il 40% della liquidità risultante da tali rimborsi decisi nel 2001 negli Stati Uniti è stata spesa per acquisti di beni non durevoli a partire dal primo trimestre e un terzo nel secondo trimestre. Queste spese sono molto più elevate se includiamo gli acquisti di beni durevoli, così come lo studio sugli effetti del rimborso fiscale deciso nel 2008. Nello studio sugli effetti di un'operazione simile decisa nel 2009 in Australia, il 40% del contante aggiuntivo viene speso nel primo trimestre del pagamento. Per chi si oppone a questa riforma, il quantitative easing

per le persone rischia di avere effetti perversi. In particolare, può incoraggiare i cittadini a rinunciare al lavoro. Ma le somme stanziare da questo sistema sono pagate solo per un periodo di transizione e sono relativamente basse rispetto al reddito da stipendio in modo che chi ha un lavoro non rischia di lasciarlo. Dall'altro, potrebbero favorire un prolungamento della durata della ricerca di lavoro da parte dei disoccupati. Tuttavia, la convinzione nella generalizzazione di un tale effetto riflette l'idea che l'attuale disoccupazione di massa potrebbe essere riassorbita da una semplice riduzione degli aiuti ai disoccupati, che va contro i risultati del lavoro empirico sulle cause di questa disoccupazione.

c) L'allentamento quantitativo a favore del settore pubblico

Possiamo vedere che il più grande ostacolo alla crescita è la mancanza di investimenti privati, che è stagnante nonostante i bassi tassi di interesse. Tuttavia, ci sono settori, come la transizione energetica e le innovazioni ecologiche che potrebbero attrarre investimenti. Ma l'incertezza sul ritorno sugli investimenti in questi settori è troppo grande perché il settore privato possa impegnarsi. Data l'importanza di tali investimenti per la crescita, sembra necessario che il settore pubblico subentri al settore privato. Ma la sua azione è limitata dai vincoli del Patto di stabilità e crescita che sono stati rafforzati negli ultimi anni. Di conseguenza, tali investimenti possono essere finanziati solo dalla creazione di moneta, il che consente di non aumentare il debito pubblico. Il conseguente disavanzo pubblico nell'immediato futuro può essere assorbito dall'aumento del gettito fiscale derivante dall'aumento del reddito generato dall'effetto moltiplicatore degli investimenti e dalla crescita indotta dalla formazione del capitale fisico. Per raggiungere gli obiettivi politici, la liquidità deve fluire rapidamente nell'economia. Infatti, se devono finanziare programmi la cui attuazione è articolata su più anni, rischiano dopo un certo periodo di non essere più giustificati se le condizioni iniziali sono cambiate. L'allentamento quantitativo a favore del settore pubblico sembra a priori incompatibile con l'articolo 123 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) che vieta il finanziamento monetario diretto della spesa pubblica.

Tale divieto è sostanzialmente giustificato dal timore del lassismo dei governi nazionali le cui decisioni potrebbero indurre cicli politico-economici caratterizzati da aumenti della spesa pubblica nei periodi preelettorali seguiti da tagli dopo le elezioni. Un tale divieto non è giustificato in un periodo di debole crescita caratterizzato da investimenti insufficienti. Si potrebbe quindi prevedere un allentamento dell'articolo 123 del TFUE, simile alle varie modifiche dei Trattati che sono state apportate dall'inizio della crisi. Potremmo quindi autorizzare il finanziamento monetario delle spese di investimento effettuate da istituzioni pubbliche specializzate in questa attività, come la Banca europea per gli investimenti (BEI). La prospettiva di tale finanziamento potrebbe rendere la BEI più ardita, che non avrebbe più il timore che attualmente sembra avere di perdere la tripla A concessa dalle agenzie di rating facendo troppo affidamento sui mercati finanziari. Per la BCE, il divieto di finanziamento monetario è quello di garantire l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi, l'indipendenza delle banche centrali e la disciplina fiscale. Tuttavia, questi tre obiettivi rischiano di essere messi in discussione dalla politica di quantitative easing a favore del settore pubblico a meno che non siano previste modalità operative specifiche per ridurre o eliminare questi rischi.

La politica di allentamento quantitativo per il settore pubblico può rispettare l'indipendenza della BCE e la separazione tra decisioni monetarie e fiscali lasciando che sia la banca centrale a fissare l'importo della creazione di moneta secondo il livello desiderato di inflazione, che

ne garantisce l'indipendenza e la preoccupazione per il controllo dell'inflazione. Per quanto riguarda le istituzioni pubbliche nazionali, potrebbero definire i loro programmi di investimento in base ai loro obiettivi di crescita e decidere sulla loro attuazione in base alla quantità di liquidità che la BCE ha deciso di creare. Da questo punto di vista, gli investimenti pubblici sono soggetti a un vincolo di liquidità imposto dalla BCE piuttosto che a un vincolo imposto dai mercati finanziari.

Conclusione

L'allentamento quantitativo a vantaggio diretto del settore non finanziario consentirebbe di ottenere i risultati di inflazione e crescita desiderati in modo più affidabile rispetto alla politica attuale, evitando alcuni pericoli di quest'ultima, come l'instabilità finanziaria e l'emergere di bolle finanziarie. Inoltre, la sua attuazione non sembra mettere in discussione i principi europei essenziali. Se il principio del quantitative easing per il settore non finanziario fosse accettato, sarebbe necessario sceglierne la forma (QE per il settore privato o pubblico non finanziario, o una combinazione dei due) e specificare le modalità di attuazione che oggetto di proposte talvolta molto diverse. L'analisi di questa politica non sembra essere esclusa a priori dalle riflessioni dei membri della Bce, come sembra suggerire il loro presidente. Lo stesso vale per la sua adozione in quanto il Sig. Draghi ritiene in un intervento del dicembre 2015 che *“nell'ambito del nostro mandato non ci sono vincoli quanto alla scelta degli strumenti che utilizzeremo e alle modalità che useremo”*.

Tuttavia, una tale innovazione rischia di incontrare un'opposizione che teme che una tale politica possa minare la fiducia nell'euro e nella sua gestione e alla fine portare a una situazione di alta inflazione, o addirittura iperinflazione. L'espressione di tale paura sembra curiosa in un periodo caratterizzato da una tendenza deflazionistica. Inoltre, è difficilmente giustificato in quanto la fornitura di liquidità può essere interrotta in qualsiasi momento dalla BCE. Questa argomentazione è tuttavia sostenuta dai funzionari monetari tedeschi che sono peraltro abbastanza sfavorevoli anche politica di QE applicata. È quindi molto probabile che prima ancora di poter studiare economicamente la fattibilità di questa alternativa, la BCE dovrà abbandonare questa nuova politica monetaria.

Referenze

- Bulletin de la BCE, n°3, mars 2016, pp. 17 et 21. Gilbert Koenig: Università di Strasburgo

<https://www.boj.or.jp/en/mopo/index.htm/>

<https://opee.unistra.fr/spip.php?article335>

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-02-mpr-summary.htm>

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/quantitative-easing-and-the-quotnew-normalquot-in-monetary-policy.htm>

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

- Bulletin N. 34 de l'Été 2016. L'observatoire des politiques économiques en Europe. Université de Strasbourg

<https://opee.unistra.fr/spip.php?article335>

- Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options, April 30, 2003