



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**ANALISI DI UNA POLITICA ECONOMICA  
CON CASHBACK IN TRAPPOLA DELLA  
LIQUIDITA’**

**ANALYSIS OF AN ECONOMIC POLICY  
WITH CASHBACK IN LIQUIDITY TRAP**

Relatore:  
Prof. Roberto Esposti

Rapporto Finale di:  
Filippo Tozzi

Anno Accademico 2019/2020

## INDICE

INTRODUZIONE .....	2
1. IL FENOMENO DELLA TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA' IN DEFLAZIONE .....	4
1.1 Il risparmio e la preferenza per la liquidità .....	5
1.2 Il tasso d'interesse nella trappola della liquidità .....	10
1.3 Cos'è la deflazione e perché è comune in trappola della liquidità.....	14
1.4 Perché la domanda aggregata recede .....	18
2. CASHBACK .....	22
2.1 Il meccanismo .....	24
2.2 La soluzione .....	31
2.2.1 L'uscita dalla trappola della liquidità .....	32
2.2.2 Il costo della politica fiscale .....	33
2.3 Aspetti critici della politica .....	34
3. TERMINE DELLA POLITICA .....	40
3.1 L'importanza del termine .....	40
3.2 L'importanza della comunicazione da parte dell'autorità .....	41
3.3 La fase recessiva del ciclo economico .....	42
CONCLUSIONI .....	44
Bibliografia .....	46
Sitografia .....	46

## INTRODUZIONE

“It is therefore ironic as well as unnerving that precisely at this moment, when we have all become sort-of monetarists, the long-scorned Keynesian challenge to monetary policy—the claim that it is ineffective at recession-fighting, because you can’t push on a string—has reemerged as a real issue.” Krugman, P. (2000, Dicembre).

Dimenticata per molto tempo, la trappola della liquidità fu ripresa da Krugman quando riconobbe la sua presenza nel Giappone della grande deflazione degli anni Novanta. Ciò destò scalpore perché difficilmente prima aveva trovato applicazione se non durante la Grande Depressione del 1929 in America.

Con l’emergere di politiche che esaltavano la riduzione dei tassi d’interesse presso lo zero e l’avanzare di una spirale deflazionistica nel caso giapponese, Krugman evidenziò l’importanza dello studio di questo “caso teorico keynesiano” a tal punto da concentrare i suoi studi su questo fenomeno alla fine degli anni ’90 e inizio 2000. Krugman riuscì a dare un’interpretazione del fenomeno in maniera più dinamica con la costruzione di nuovi modelli sottolineando la serietà e la necessità di risolvere questo problema che potrà ripresentarsi nuovamente.

A tal proposito, Jeff Booth nel suo libro “The price of tomorrow” evidenzia l’incompatibilità della nostra economia che mal si concilia con i processi di potenziamento della produttività. Ad un’economia fondata sull’inflazione per poter

ridurre il peso reale dei debiti, contratti ieri per non scoraggiare l'economia di oggi, Booth contrappone la concezione di abbondanza come processo derivante dal forte sviluppo tecnologico. Come affermato dallo autore del libro, "with abundance comes price deflation. This is simple supply-and-demand economics: the more abundant something is, the more likely it is that its price falls". Perciò un incremento dei processi tecnologici volti a ridurre le inefficienze produce abbondanza: si pensi all'intelligenza artificiale che affianca il lavoratore nel mondo del lavoro. Secondo i meccanismi economici di domanda e offerta, a questo punto si genererà abbondanza che andrà a produrre una riduzione del prezzo. Dunque, nel futuro è probabile che dovremo convivere in un'economia in deflazione a tratti incompatibile con gli strumenti di politica economica ad oggi conosciuti.

In questa tesi verranno evidenziate alcune delle peculiarità del fenomeno della trappola della liquidità (capitolo 1) per poi cercare di evidenziare eventuali soluzioni per convivere nel breve periodo con la deflazione in attesa del recupero dell'inflazione (capitolo 2). Nell'ultimo capitolo (capitolo 3) verranno evidenziate le caratteristiche legate al termine della politica di riferimento da tenere in considerazione per la sua definizione.

## 1. IL FENOMENO DELLA TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA' IN DEFLAZIONE

“È possibile portare un cammello all’abbeveratoio, ma non lo si può costringere a bere”. Fu così che gli economisti keynesiani si esprimevano per descrivere la trappola della liquidità.

Con “trappola della liquidità” si fa riferimento ad una situazione dove la politica monetaria non riesce più ad influenzare la domanda aggregata. Tipicamente una politica monetaria espansiva genera una riduzione del tasso d’interesse agevolando le imprese all’indebitamento e producendo perciò un’espansione del PIL. Nella trappola della liquidità, però, il reddito non reagisce più agli effetti monetari.

La motivazione di questa inefficacia è data dai tassi d’interesse prossimi allo zero se non addirittura negativi. Un’espansione monetaria incrementerebbe l’offerta di moneta in un sistema economico che però, dato il tasso d’interesse alla soglia del ZLB (zero lower bound), condurrà gli agenti economici a preferire la detenzione della moneta in forma liquida.

Nel primo paragrafo di questo capitolo verranno evidenziate le implicazioni di Keynes sulla teoria della preferenza per la liquidità. Di seguito (paragrafo 1.2) verrà presentata un’analisi del tasso d’interesse in trappola della liquidità secondo le correnti di pensiero di Keynes e di Krugman. Nel paragrafo 1.3 invece verrà dimostrato perché è comune trovarsi in una trappola della liquidità in fase deflattiva.

In tal caso risulterà esser più comprensibile, nel paragrafo 1.4, perché le aspettative negative degli agenti determinano l'inefficacia della politica monetaria.

### 1.1 Il risparmio e la preferenza per la liquidità

La prima volta che si parlò di trappola della liquidità fu negli anni Trenta ad opera del celebre economista britannico John Maynard Keynes. Questo concetto prende base nella sua impresa più importante: la “Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta”.

Nella Teoria Generale, tra i vari argomenti trattati, Keynes pone attenzione anche al livello del risparmio e alla preferenza per la liquidità. Infatti, nella sua opera riesce a determinare in maniera indiretta quello che è il livello del risparmio: dati il reddito e la propensione al consumo, si riescono a definire l'ammontare dei consumi e, in via residuale, la propensione al risparmio e quindi il suo ammontare.

Effettuare un'analisi sul risparmio è fondamentale per riuscire ad evidenziare eventuali “problematiche” che possono danneggiare il moltiplicatore della politica economica. Una maggiore propensione al consumo, e quindi contestualmente una riduzione di quella al risparmio, incrementa l'efficienza di una politica fiscale. È quindi importante, essendo il consumo e il risparmio complementari per la formazione del reddito, riconoscere e valutare le scelte operate in merito dagli agenti sulla preferenza dell'uno e dell'altro.

In questa tesi verrà posta più attenzione sul risparmio essendo collocato alla base della perversa attitudine di accantonare liquidità percependone una maggiore utilità in futuro. Successivamente, nel paragrafo 1.4, verranno rese note in maniera più agevole le dinamiche alla base della spirale deflazionistica che produrrà ulteriori dilazioni del consumo a causa del valore intrinseco della detenzione della moneta. In sostanza, determinato l'ammontare del risparmio, il percettore di reddito ha due alternative per poterlo utilizzare: conservarlo in forma liquida (il quale effetto potrà paragonarsi alla riserva bancaria se non immessa nel mercato con l'ausilio degli intermediari finanziari) o acquistare titoli di credito.

Potrà sembrare strano, ma ciò che spinge l'agente economico a detenere la moneta in forma liquida rispetto al suo investimento in titoli di credito, dal quale ne deriverebbe una remunerazione, è l'incertezza sui valori del tasso d'interesse.

L'obbligazione, infatti, può costituirsi come alternativa al possesso di moneta. Come viene sottolineato da P. Indelli, G. Bellone in "La preferenza per la liquidità come comportamento speculativo" "Keynes dà l'impressione di voler opporre alla moneta le sole obbligazioni, ma ciò è semplicemente strumentale rispetto al discorso in atto, cioè a considerazioni circa l'effetto di operazioni di mercato aperto, poiché – come osserva Keynes stesso – il sistema bancario e l'autorità monetaria trattano in moneta ed obbligazioni e non in azioni e beni di consumo (Keynes, J.M., General Theory, p.205)"

Teoricamente l'obbligazione garantirebbe un rendimento superiore rispetto alla liquidità, ma potrebbe dimostrarsi un azzardo date le fluttuazioni del tasso d'interesse che vanno ad incidere sul prezzo di mercato dell'obbligazione stessa. Gli agenti economici verrebbero spinti all'acquisto dei nuovi titoli se quest'ultimi presentassero un tasso d'interesse più elevato. Ciò genererebbe una riduzione della domanda, e quindi del prezzo, del vecchio titolo data la convenienza nell'acquistare quelli di nuova emissione.

Al contrario, la moneta in forma liquida ha la capacità di preservare nel tempo il suo valore. Ciò consente di differire tale ricchezza dal periodo corrente ai periodi futuri. Può quindi esser definito come un bene a "capitale certo", conoscendo il suo valore nominale.

Keynes, nella teoria della preferenza per la liquidità, riuscì ad individuare i principali motivi di detenzione della moneta.

Generalmente le motivazioni che spingono un individuo a privilegiare il possesso della moneta in forma liquida sono: il movente precauzionale, il movente transazionale e il movente speculativo.

Le scelte degli operatori economici sono influenzate dalla loro predisposizione ad affrontare eventi aleatori. Il movente precauzionale attende quindi al grado di sicurezza che un agente intende darsi: è la domanda di moneta per far fronte ad acquisti inaspettati e imprevisti. Pur essendo la decisione della moneta



precauzionale molto soggettiva, definita in base all'attitudine dei soggetti a farsi carico di eventuali rischi, questa viene condizionata anche dal reddito.

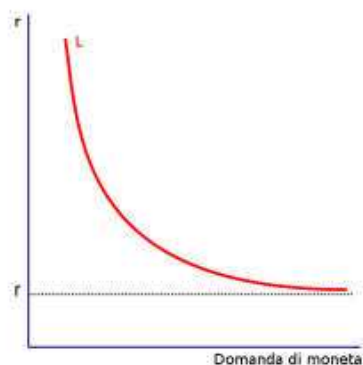
La domanda di moneta a fini transazionali è strettamente correlata ai consumi, e quindi al reddito, che un soggetto dispone in un determinato intervallo di tempo. Il movente transattivo si fonda sulla consapevolezza dell'asincronia tra flussi d'incasso e flussi di spesa.

La causa della detenzione di moneta a fini speculativi, più che ad essere influenzata dalla spesa prevista o non, come accade per le altre motivazioni di cui sopra, enfatizza la sua funzione di riserva di valore. Tra i diversi asset che compongono un portafoglio titoli difficilmente non troviamo una riserva monetaria. Il suo scopo è quello di limitare il rischio del portafoglio titoli e può esser predisposta anche per il market timing (strategia d'investimento volta alla ricerca del momento più profittevole per operare in un mercato). La domanda di moneta speculativa è influenzata negativamente dal tasso d'interesse. Un aumento del tasso d'interesse spingerà gli operatori ad investire in titoli di credito: il possesso della moneta liquida diverrà sempre più onerosa tenendo in considerazione il costo-opportunità che ne deriverebbe dal suo mancato investimento.

Ponendo particolare attenzione a quest'ultimo movente, Keynes nel quindicesimo capitolo della sua opera "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta" evidenzia gli effetti provocati dalla preferenza per la liquidità.

È sulla base di questa ipotesi che Keynes riuscì ad interpretare graficamente la domanda di moneta come una funzione decrescente al tasso d'interesse.

Figura 1 – Curva della preferenza per la liquidità



La curva della preferenza per la liquidità. Quando il tasso di interesse diventa molto basso, scatta la "trappola della liquidità"

Fonte: Wikipedia – Preferenza per la liquidità

La funzione  $L$  della Figura 1 rappresenta la domanda di moneta ( $L=kY-hi$ ). Essa è costituita da una componente dipendente dal reddito ( $kY$ ), che rappresenta la domanda della moneta a fini transattivi sul reddito, e una componente che dipende dal tasso d'interesse ( $-hi$ ), che rappresenta la sensibilità della domanda della moneta in base al tasso d'interesse.

Il grafico presenta un asintoto orizzontale al livello "r": la domanda di moneta è infinita per un livello d'interesse che gli agenti definiscono poco appetibile rispetto alla detenzione della moneta.

Come si può notare nella Figura 1, nei due estremi della funzione della domanda di moneta si connotano diverse preferenze per la liquidità degli agenti legate alle caratteristiche del tasso d'interesse. Quando il tasso d'interesse ( $r$ ) è elevato, nessun agente sarà disposto a detenere moneta e perciò tutti sceglieranno di investire solo

in titoli. Viceversa, per un tasso d'interesse ( $r$ ) molto basso, tutti decideranno di detenere moneta, poiché si attende un aumento del tasso d'interesse futuro e quindi una riduzione del prezzo a cui acquistare i titoli attualmente sul mercato.

Quest'ultimo caso corrisponde al fenomeno della "trappola della liquidità", ovvero quando la domanda di moneta risulta essere infinitamente elastica rispetto al tasso di interesse e quindi, considerando solo il tasso di interesse come meccanismo di trasmissione degli impulsi all'economia reale, qualsiasi politica monetaria perde efficacia come strumento di stabilizzazione dei prezzi (stabilità monetaria). Nel caso della trappola, infatti, una variazione dell'offerta di moneta, non è in grado di far ridurre il tasso di interesse visto che ha già raggiunto il suo valore minimo. Non si avrà quindi nessuno stimolo ad investire e ad effettuare consumi durevoli.

Infatti, a quel livello critico del tasso d'interesse, non vi saranno aspettative che inducano gli operatori a credere in un ulteriore ribasso, e perciò domanderanno tutta la moneta offerta.

## 1.2 Il tasso d'interesse nella trappola della liquidità

Keynes nella teoria generale pone molto rilievo al tasso d'interesse in relazione allo studio dell'equilibrio del mercato della moneta e delle obbligazioni.

Secondo la concezione keynesiana, la trappola della liquidità può darsi origine anche per tassi d'interesse positivi ma comunque prossimi allo zero. L'interpretazione di Keynes si sviluppa dal punto di vista degli investimenti a lungo

termine: l'aspettativa di rialzo del tasso d'interesse induce l'agente economico a non investire. La previsione probabilistica degli agenti economici di una crescita dei tassi sarà tanto più avvertita quanto più essi sono prossimi allo zero.

La motivazione del mancato investimento si riconduce alla cognizione che difficilmente il tasso possa ridursi ancora, piuttosto ci si potrà aspettare nel lungo periodo un suo incremento. L'incremento del tasso d'interesse rende più appetibile la domanda dei titoli di nuova emissione, riducendo quindi il prezzo dei titoli già presenti sul mercato.

La consapevolezza di esser sottoposti più facilmente ad una perdita in conto capitale, piuttosto che ad un profitto, determina la volontà dell'agente nel prediligere il possesso della moneta in forma liquida.

Al contrario, aspettative negative possono generare un aumento del valore dei propri titoli consentendo il percepimento di una remunerazione in conto capitale. Se i titoli di nuova emissione avessero (o semplicemente ci si aspettasse) un tasso d'interesse inferiore rispetto agli stessi strumenti finanziari già presenti sul mercato, la domanda dei titoli si concentrerebbe sulla ricerca dei vecchi. L'eccesso della domanda dei vecchi titoli ne genera un incremento del loro prezzo giustificandone la remunerazione in conto capitale.

Queste implicazioni vengono trattate da Keynes, nella "Teoria Generale", con un esempio: Non è sensato pagare 25 per un investimento di cui ritieni che il

rendimento potenziale giustifichi un valore di 30, se credi anche che il mercato lo valuterà a 20 tra tre mesi.

Mentre Keynes pose attenzione alla remunerazione in conto capitale considerando i tassi d'interesse di lungo periodo; Krugman riconduce alla situazione di trappola della liquidità la manifestazione di tassi d'interesse a breve pari o prossimi allo zero e della deflazione. Il tasso d'interesse nominale dovrebbe essere comprensivo di un alto tasso d'interesse reale che riesca a contenere anche il vantaggio intrinseco della deflazione.

Nella concezione moderna (Krugman, 1998), contrariamente a quanto sostenuto da Keynes, nel caso in cui uno dei due punti non sia presente, non si potrebbe parlare di trappola della liquidità. Infatti, la compartecipazione di entrambi gli effetti è indispensabile per generare il risultato perverso alla base del fenomeno. Questo può essere comprovato anche sulla condizione di Fisher che lega tasso nominale (nullo nella trappola della liquidità) e tasso reale d'interesse. Si dimostra quindi, data l'equazione semplificata di Fisher  $i = r + E(\pi)$ , come il vincolo della trappola della liquidità, ovvero tasso d'interesse nominale prossimo allo zero ( $i = 0$ ) e aspettative deflazionistiche ( $E(\pi) < 0$ ), implichi che il tasso d'interesse reale debba risultare positivo ( $r > 0$ ) affinché continui a valere la funzione.

Il tasso d'interesse nominale non potrebbe esser negativo, se permanesse il criterio della remunerazione sulla concessione di moneta.

Come riportato da Mauro Boianovsky in “The IS-LM Model and the Liquidity Trap Concept: From Hicks to Krugman”, Krugman evidenzia che non tutti i valori d’inflazione possano essere raggiungibili, data l’asimmetria della differenza tra i tassi d’interesse nominali ( $i$ ) e quelli reali ( $r$ ).

Questo significa che la banca non potrebbe imporre livelli di deflazione superiori a  $r$  se il tasso d’interesse reale fosse positivo (caso comunque difficile da immaginare dato che non se ne ravvede la motivazione di tale azione da parte dell’autorità monetaria). Nel caso  $r$  diventasse negativo, gli agenti economici non potrebbero accettare un tasso d’inflazione inferiore a  $|r|$ . Perciò in quest’ultimo caso l’economia avrebbe bisogno di un tasso positivo d’inflazione  $o$ , più semplicemente, che venga percepito come positivo da parte degli agenti. Se così non fosse percepito, l’economia si ritroverebbe in trappola della liquidità per un tasso d’interesse nominale negativo che disincentivi l’investimento delle riserve monetarie detenute da parte dei soggetti in surplus.

Mentre Keynes pone attenzione sulle aspettative di lungo periodo da parte degli agenti economici sulla remunerazione in conto capitale, Krugman basa la sua teoria di trappola della liquidità sul rendimento del titolo senza porre attenzione alle variazioni di conto capitale. Seppur sempre prossima allo zero, la positività evidenziata da Keynes del tasso d’interesse va ricondotta anche alla regola empirica secondo cui i tassi sui titoli a lungo termine siano più alti a causa della preferenza

degli agenti per la liquidità. Ne deriva quindi che titoli con scadenze sempre maggiori prevedono un “premio” per la liquidità crescente.

### 1.3 Cos'è la deflazione e perché è comune in trappola della liquidità

Si definisce deflazione quel fenomeno che va ad incrementare il potere d'acquisto della moneta. Contestualmente a tale avvenimento verrà prodotta la riduzione dei prezzi.

Se fossimo in una situazione deflattiva, probabilmente la reazione di agenti razionali, in trappola della liquidità, sarebbe quella di spostare consumi e investimenti al futuro, visto il vantaggio intrinseco dell'aumento del potere d'acquisto nel tempo del risparmio.

Essendo un comportamento coerente alla massimizzazione dell'utilità del capitale da parte del soggetto economico, quello di possedere moneta quando il tasso d'interesse risulta nullo (Zero Lower Bound), possiamo vedere come questa attitudine fa decelerare il moltiplicatore monetario. Al comportamento degli agenti va ad aggiungersi anche quello delle banche che preferiscono non investire capitale se non in fondi. La motivazione è data dalla mancanza di un profitto nell'esercizio dell'attività economica tipica delle banche tra i depositi e i prestiti. Con un tasso d'interesse nullo sull'accesso al capitale da parte di famiglie e imprese, la banca dovrebbe andare in deroga a quelli che sono i principi che fino ad oggi caratterizzano la maggioranza dei conti corrente: imporre tassi d'interesse negativi

sui depositi. Imporre tassi negativi sui conti corrente può incentivare i correntisti al loro consumo o, più semplicemente, a ritirare il capitale e detenerlo autonomamente privandolo dall'economia reale.

L'incremento della moneta speculativa a disposizione dell'agente economico, che ha generato l'aumento del suo risparmio, produce una riduzione del moltiplicatore monetario.

Per facilitare la sua comprensione si pensi ad un soggetto che decide di accantonare il suo risparmio "sotto il materasso". Questo non viene immesso in depositi bancari dato il maggior vantaggio in termini di liquidità e data la scarsa remunerazione in termini di tasso d'interesse attivo sui conti corrente. In questo modo si andrebbe a sottrarre alimentazione al circuito depositi-prestiti e, allo stesso tempo, ai consumi dell'economia reale.

Tale tipo di risparmio infatti può esser ricondotto al concetto delle riserve obbligatorie per una banca.

Le riserve obbligatorie sono uno strumento di politica monetaria: un incremento della riserva genera una riduzione dell'offerta monetaria nel mercato, e viceversa. È difficile immaginare che gli agenti decidano congiuntamente di immettere tale risparmio nel mercato nello stesso momento. Nel caso ciò succedesse si genererebbe, sul risparmio immesso nell'economia, l'effetto moltiplicativo della moneta incrementandone l'offerta. Questo potrà esser paragonato all'effetto prodotto dall'autorità monetaria con la riduzione del tasso di riserva obbligatoria.



L'aumento del risparmio, nel caso in cui venga depositato, avrebbe un'incidenza positiva sull'effetto del moltiplicatore monetario dato che si predisporrebbe tramite gli intermediari finanziari a diventare nuovi prestiti. Ma se gli agenti non dovessero depositare tale risparmio presso le banche e affini, questo potrebbe ricondursi ad un incremento delle "riserve" (perché non soggetto a effetto moltiplicativo).

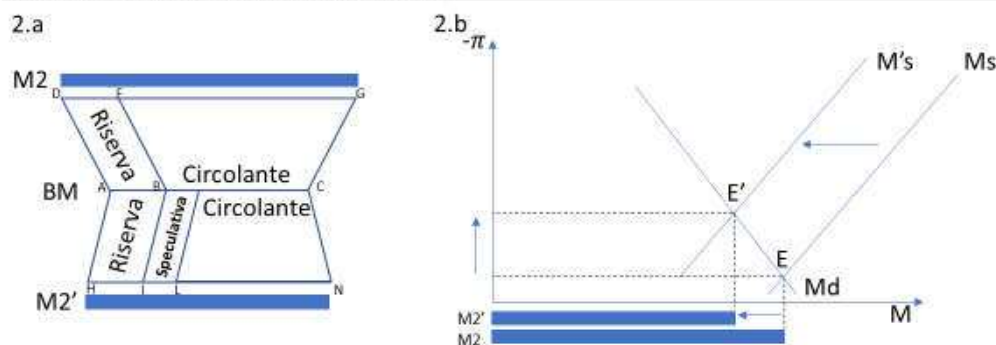
L'offerta monetaria (M2) non è costituita solo dalla base monetaria (BM) ma anche dalla moneta creata dal sistema bancario. È la banca centrale a definire l'ammontare della base monetaria date la domanda di circolante e delle riserve. Il circolante (cu) rappresenta la liquidità che si vuol detenere in maniera prioritaria per il movente transattivo. Le riserve (re), invece, vengono definite come coefficiente sui depositi per poter prevenire, limitando il rischio d'insolvenza degli istituti bancari, situazioni catastrofiche che coinvolgano l'intero sistema dell'accesso al credito. Come già anticipato, l'offerta monetaria però non è data solo dalla base monetaria. Alla base monetaria si aggiungono i depositi che per effetto del meccanismo depositi-prestiti genera liquidità sul sistema (1+cu). Da ciò si può determinare il moltiplicatore monetario che rappresenta il coefficiente che va a moltiplicare la base monetaria per ottenere una data offerta monetaria.

Analiticamente si può definire il moltiplicatore monetario  $mm = \frac{1+cu}{cu+re}$  dove

$f'_{(re)} = -\frac{(1+cu)}{(cu+re)^2}$ . Essendo negativa la derivata prima del moltiplicatore monetario

al coefficiente di riserva; un incremento delle riserve riduce il moltiplicatore e quindi l'offerta monetaria.

Figura 2 – Offerta monetaria e deflazione



Fonte: autoprodotta

Quanto riportato nella Figura 2 attende ad una dimostrazione del decremento dell'offerta monetaria all'aumentare delle riserve. Siccome le riserve obbligatorie e la liquidità speculativa non immessa nel mercato sono esenti dall'effetto del moltiplicatore monetario, il loro ammontare verrà ripetuto per lo stesso valore sia sulla base monetaria (BM) che sulla moneta offerta (M2).

Il circolante, inteso come moneta depositata e predisposta ai prestiti da parte degli intermediari e/o come capitale immesso dagli agenti economici sul mercato, viene sottoposto invece all'effetto moltiplicativo. Dato che l'effetto moltiplicativo non può mai essere pari ad 1 e dati i vincoli di riserva obbligatoria per poter contenere il rischio d'insolvenza che i creditori potrebbero subire, il circolante potrà essere moltiplicato dando origine a nuova moneta. L'ampiezza del circolante (da  $\overline{FG}$  a  $\overline{LN}$ ), espressa graficamente nella Figura 2, può quindi ricondursi ad una riduzione

del moltiplicatore monetario considerata la più alta propensione al possesso della moneta speculativa non investita ( $\bar{L}$ ). Infatti, nella Figura 2a si può constatare il fatto che  $M2$  sia maggiore di  $M2'$ .

Nella Figura 2b viene esposto un grafico che evidenzia la relazione tra il prezzo della valuta (deflazione/inflazione) e la quantità della stessa sul mercato. Con la riduzione dell'offerta monetaria (da  $M_s$  a  $M's$ ), si passa dal punto di equilibrio, ovvero d'incontro tra domanda e offerta monetaria,  $E$  a quello  $E'$ . Secondo le leggi della domanda e dell'offerta, una riduzione della quantità offerta produce un incremento del prezzo. Nel mercato delle valute un aumento del prezzo della moneta si definisce deflazione.

È necessario, perciò, influenzare la qualità di offerta monetaria cercando di trasferire la domanda di moneta speculativa (detenuta e non investita) in domanda di moneta transattiva (circolante pronto ad essere investito). Solo così si riuscirebbe ad influenzare il livello degli investimenti reali e cercare quindi di recuperare le caratteristiche del tasso d'interesse come strumento di politica economica.

#### 1.4 Perché la domanda aggregata recede

Il primo che ha sviluppato il concetto di impotenza della politica monetaria in trappola della liquidità fu John Hicks: possono definirsi impotenti le politiche monetarie convenzionali nella trappola della liquidità perché i tassi d'interesse sono nel ZLB. Siccome il denaro ha la proprietà di riserva del valore nel tempo, la

detenzione di moneta potrà paragonarsi ad un investimento con un tasso d'interesse reale pari a zero. Dato quindi il tasso d'interesse intrinseco del denaro, se l'interesse sulle obbligazioni fosse prossimo allo zero, l'autorità monetaria non potrà influenzare, aumentando la base monetaria, il tasso d'interesse e perciò ne perderà il suo controllo. Allo stesso modo, Krugman sostenne che un'iniezione di base monetaria nell'economia non ha effetto perché la liquidità e le obbligazioni vengono visti dal settore privato come perfetti sostituti. (Krugman 1998, p. 141)

Così un eventuale aumento dell'offerta monetaria verrebbe completamente sterilizzato dall'accantonamento della stessa da parte degli agenti.

Ad aggravare la situazione sono le aspettative deflazionistiche degli agenti sui prezzi futuri dei titoli attualmente posti sul mercato che spingono il tasso d'interesse, almeno teoricamente, a doversi collocare in una zona negativa. Coinvolgendo l'intero mercato, la deflazione giustificherà le aspettative negative assunte dagli agenti economici. Come propugnato da Lucas nella sua famosa critica, solo quando il tasso d'interesse futuro viene previsto all'unanimità, l'autorità monetaria perde il controllo di questo strumento di politica economica. In trappola della liquidità il tasso d'interesse futuro viene previsto da tutti come in rialzo data la difficoltà di ritrovare un tasso futuro negativo. Dal momento che l'aspettativa degli agenti sul tasso d'interesse è in rialzo sarebbe razionale differire l'investimento in futuro per non ottenere una perdita in conto capitale.

Come ribadito, la politica monetaria non ha efficacia in trappola della liquidità ma le sue potenzialità possono essere sviluppate successivamente: il fatto che non ci sia offerta monetaria per far fronte all'economia reale, non significa che la liquidità non esista. Un eventuale recupero dello strumento del tasso d'interesse troverebbe la generazione di ingenti investimenti nel mercato dei titoli pari al capitale accantonato in trappola della liquidità (aumentato nel caso in cui ci siano state politiche monetarie espansive). Le politiche monetarie espansive, pur essendo inefficaci, non sono esentate dai principi inflazionistici. Questi verrebbero ripresentati una volta fuori dalla trappola. Tutta la liquidità "sotto il materasso" (paragonata alle riserve) sorgerebbe e, essendo negativa la derivata prima delle riserve del moltiplicatore,  $f'(re) < 0$ , incrementerebbe l'effetto del moltiplicatore monetario.

In trappola della liquidità, l'economia presenta una capacità produttiva lontana da quella potenziale (output gap negativo) pur avendo un costo del denaro in grado di incentivare gli agenti economici a produrre nuovi investimenti e consumi. Quando le aspettative negative si diffondono all'intera economia, esse tendono ad incastrarsi in un circolo vizioso: tassi troppo bassi, consumi e investimenti spostati al futuro, un intuibile rallentamento dell'economia, aspettative deflazionistiche, aumento della disoccupazione, redditi in calo, consumi sempre più ridotti in attesa di tempi migliori che potrebbero anche tardare ad arrivare.

Accumulando liquidità anziché spendere, gli operatori economici inconsapevolmente realizzano le loro peggiori aspettative: senza domanda di beni, si innesca la recessione in una spirale che si autoalimenta.

## 2. CASHBACK

Il cashback, letteralmente “soldi indietro”, è una strategia di marketing volta all’incentivazione dei nuovi consumi. Questo non si tratta di un guadagno o di uno sconto, in quanto consiste in un risparmio ottenuto sotto forma di “rimborso” di parte di un acquisto.

Il suo punto di forza, sotto il profilo aziendale, può essere paragonato all’efficacia di uno sconto, in quanto effettivamente si consegue un profitto al netto di una retrocessione, ma questo non viene utilizzato contestualmente all’acquisto (come succede con gli sconti). Per ottenerne i vantaggi implica il suo utilizzo in un acquisto futuro. Ciò significa che per ottenere questo “risparmio”, il cliente è obbligato ad effettuare un nuovo acquisto presso lo stesso negozio che ha erogato questo tipo di servizio.

Per una più agevole comprensione, si pensi agli sconti che vengono elargiti a seguito di una spesa in un supermercato. Un tipico esempio può essere quello di un buono di 5€ su una spesa minima di 50€ da utilizzare entro un determinato periodo di tempo tendenzialmente fissato in una settimana. In questo caso il consumatore che ha ottenuto il buono è incentivato a ripresentarsi nella settimana successiva presso lo stesso negoziante per ottenere tale agevolazione.

Ciò viene percepito da parte del cliente come un vero e proprio risparmio. Si tenga in considerazione anche l’aspetto psicologico dell’ottenere moneta indietro con l’acquisto: verrà data la percezione di non aver speso molto.

In sostanza, al cliente non interessa che sia uno sconto, un rimborso o un guadagno, per lui rappresenta una nuova “entrata” (moneta commerciale).

Ciò che solitamente disincentiva questa politica di marketing è la monotonia quando reiterato, dato che si costringerebbe il consumatore a limitarsi all’acquisto di prodotti offerti all’interno di quel negozio. A questo va ad aggiungersi anche il fatto che, con la consapevolezza che sia reiterato, l’agente potrà decidere di ottenere tale agevolazione non necessariamente nel periodo successivo. Ovviando a questi problemi sarebbe interessante analizzare questo tipo di “strategia” che coinvolge il consumatore attribuendogli la percezione di avere un più alto potere d’acquisto. Questo infatti potrebbe essere sviluppato, come teorizzato nella legge di bilancio 2020, come retrocessione di parte dell’IVA sugli acquisti effettuati. Anche se l’obiettivo finale diverge da quello previsto dalla legge di bilancio (incentivo per poter rimediare all’evasione e quindi all’economia sommersa), non è da sottovalutare che questo sia stato teorizzato con la consapevolezza di far leva sull’emotività e interesse del consumatore per ottenere questa sorta di “premio”.

Questo potrebbe essere perciò sviluppato in trappola della liquidità come meccanismo per concedere un sussidio al consumo/investimento. “Scontando” l’IVA l’effetto finale potrebbe essere percepito come un’intensificazione della deflazione che però va ad inasprire il circolo vizioso. La coscienza degli agenti che questa politica sia promossa (da parte delle autorità della politica economica) per un tempo determinato, dovrebbe produrre aspettative inflazionistiche tendenziali al



modulo del cashback. Dal momento che il cashback “riduce” il prezzo di mercato e che al termine della politica questa riduzione non ci sarà più, gli agenti avranno un’aspettativa inflazionistica pari al modulo del cashback nei periodi antecedenti alla scadenza.

Nel paragrafo 2.1 si approfondiranno i meccanismi che dovrebbero indurre l’economia a liberarsi dalla trappola facendo leva sulle aspettative e i comportamenti degli agenti. Nel paragrafo 2.2 si evidenzieranno gli effetti che gli agenti razionalmente produrranno nell’economia. Successivamente, nel paragrafo 2.3, verranno prese in considerazione alcune critiche che si possono apporre a questo tipo di strategia macroeconomica.

## 2.1 Il meccanismo

Si tenga presente per la trattazione del presente paragrafo quanto postulato da Irving Fisher con la sua equazione che lega il tasso d’interesse nominale al tasso d’interesse reale e alle aspettative inflazionistiche e si tenga in considerazione la coesistenza, come sostenuto da Krugman, di tassi d’interessi a breve termine nulli o prossimi allo zero e della deflazione in trappola della liquidità.

Come già anticipato nel paragrafo 1.2 di questa tesi, in trappola della liquidità il tasso d’interesse nominale tende al ZLB ( $i = 0$ ), il tasso d’interesse reale scende ( $\Delta r < 0$ ) e ci sono delle aspettative deflazionistiche ( $\Delta E(\pi) < 0$ ). L’autorità della

politica economica per poter recuperare il tasso d'interesse come strumento capace di stimolare l'economia dovrebbe produrre delle aspettative inflattive.

Costituire una politica di cashback statale calcolata sull'IVA produrrà nell'immediato un incremento del "potere d'acquisto della moneta", seppur il sussidio è condizionato a nuovo consumo. Questo genererebbe una percezione nell'immediato di una stretta deflattiva che produca un'accelerazione della trappola della liquidità. Tipicamente il soggetto economico in trappola della liquidità non andrebbe ad investire le proprie riserve date le aspettative deflazionistiche. In questo modo si avrà l'attitudine a percepire l'incremento del potere d'acquisto futuro del proprio risparmio. Questo sarebbe un comportamento razionale: si deciderà di differire i consumi ad una data futura incerta, come incerta è anche la sua esistenza essendo l'utilità del consumo futuro in deflazione sempre più alta rispetto a quella sui consumi correnti.

Introducendo il cashback, coloro che ne usufruiranno potranno beneficiare dei suoi vantaggi secondo le predisposizioni previste dall'autorità politica. Il prezzo reale dei beni (al netto del cashback) produce un effetto deflazionistico più rapido rispetto a quello offerto dai prezzi di mercato. L'attenzione, quindi, potrebbe concentrarsi sui prezzi offerti oggi da questo meccanismo.

La percezione che questa politica sia temporanea potrebbe produrre delle aspettative "inflazionistiche" sui prezzi del mercato dei beni. Quando finirà tale

manovra, i prezzi alla quale gli agenti potranno ricondurre ai propri acquisti saranno quelli di mercato accedendo a dei prezzi senza sussidio.

Viene così definita l'opportunità ad aderire al meccanismo del cashback piuttosto che procedere autonomamente alla realizzazione dei consumi senza partecipare al programma così definito dallo Stato.

Le aspettative inflazionistiche dovrebbero perciò spingere gli agenti a consumare e investire nell'immediato piuttosto che temporeggiare, con aspettative deflative, l'intensificazione della trappola della liquidità. I consumi e gli investimenti darebbero così impulso ad un'espansione del reddito, che a sua volta produrrà inflazione. Questa spinta inflazionistica verrà immediatamente percepita nel mercato e comunque sarà recuperata anche in futuro al termine della politica.

A seguito della riduzione di parte del prezzo del prodotto, giovando nel breve periodo del divario dei prezzi ( $\text{prezzo al netto del cashback} < \text{prezzo di mercato}$ ), si ripristineranno al termine della politica i prezzi di mercato (quelli che vediamo sugli scaffali). Ciò che verrà ereditata è l'inflazione/deflazione prodotta nel corso della manovra: un comportamento razionale dovrebbe produrre inflazione dato che l'utilità marginale del consumo corrente è maggiore di quella del consumo futuro. Ciò dovrebbe generare un aumento della propensione al consumo corrente dando origine ad un incremento del moltiplicatore delle politiche fiscali.

Il meccanismo della politica potrebbe basarsi sull'utilizzo della tessera sanitaria grazie alla quale, con l'utilizzo dei software della fatturazione elettronica, verranno riconosciuti dei crediti statali disponibili ad un suo utilizzo futuro.

Mostrando in cassa la tessera sanitaria contestualmente all'acquisto di un prodotto, verrà accreditato al titolare il cashback da poter sfruttare nei suoi successivi consumi. Il cashback accreditato e devoluto alle aziende per scontare l'IVA nell'acquisto potrebbe essere ricondotto ad un credito erariale che va a ridurre l'importo che il commerciante, essendo sostituito d'imposta, deve allo Stato periodicamente.

Un disservizio che si potrebbe riscontrare in questa politica è l'imputazione di questi crediti alle aziende che andrebbero a provocare temporaneamente un aggravio sulle risorse finanziarie in termini di liquidità. Si ricordi comunque che quelle risorse sarebbero allo stesso modo da imputarsi allo Stato.

L'effetto che presuppongo si possa avere è quello di un incremento della propensione al consumo anticipando ai prezzi di mercato il minor costo della spesa. Sarebbe perciò razionale investire il risparmio visto che il cashback produce rendimenti più elevati rispetto alla moneta attuale (comunque anticipa l'aspettativa a ribasso dei prezzi proponendo un tasso deflazionistico più alto).

Il cashback potrebbe essere limitato nelle tempistiche e nelle quantità. Per quanto concerne le tempistiche il principio sarebbe quello dei 500 euro Renzi: o li usi o li perdi. Per quanto riguarda la quantità, il valore che può essere scontato non può

eccedere il cashback che verrà riconosciuto sul nuovo acquisto. È importante che la quantità venga limitata per contenere gli effetti devastanti che si potrebbero generare nel caso in cui, durante la politica, si producesse un'eventuale deflazione. Oltretutto, in questo caso si limiterebbe il costo della politica non convenzionale. La politica di cashback presenta caratteristiche più efficienti rispetto ad una semplice politica fiscale espansiva sul lato delle tasse.

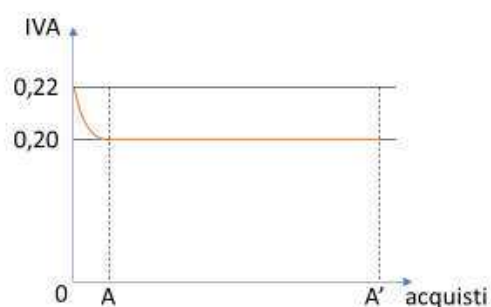
Solo sull'acquisto con importo più elevato l'IVA verrà pagata per il suo intero ammontare: in realtà questo non avviene in maniera diretta ma per principi di accumulazione dato che l'importo da scalare tramite il cashback non potrà eccedere la retrocessione stessa (vincolo quantitativo). Se avessi accumulato 5€ di cashback, non potrò utilizzarlo per il suo intero ammontare, ma per un ammontare di 0,02€ sul prodotto che costa 1,22€ con un cashback riconosciuto dallo Stato pari a 2 punti percentuali dell'IVA (da 22% a 20%). Compiuto tale acquisto avremo nuovamente 5€ di cashback che potremo vantare potenzialmente per il suo complessivo importo, mantenendo il vantaggio di "pagare" l'IVA al netto del cashback, solo per spese superiori a 305€ (in questo esempio dato che  $305 \left( \frac{0,02}{1,22} \right) = 5€$ ). Se il consumatore spendesse 610€ potrà scontare i suoi 5€ ed accumularne 10€. In questo caso l'incidenza dell'IVA sarà superiore dell'IVA al netto del cashback poiché contribuisce alla sua accumulazione come definito in precedenza. Oltretutto, come

intuibile dall'esempio appena espresso, difficilmente i consumatori avranno questa percezione di pagare l'intero ammontare dell'IVA solo sul prodotto più caro.

L'attenzione va posta anche sul costo opportunità del mancato utilizzo del cashback su un acquisto aggiuntivo al termine della politica, altrimenti sostenuto dallo Stato come nuovo trasferimento. Ma i vantaggi non sono solo sotto il profilo della spesa pubblica, anzi, forse l'aspetto più interessante da sottolineare è la caratteristica prevista per ottenere questi benefici: consumare.

Se si riducesse semplicemente l'IVA, non per forza si andrebbe a produrre un incentivo al consumo.

Figura 3 – Incidenza dell'IVA su un acquisto marginale



Fonte: Autoprodotta

Nella Figura 3 viene riportato un grafico dove si dimostra l'incidenza dell'IVA sull'acquisto marginale. In una prima fase di acquisti, quella che va dall'origine 0 ad A, c'è un processo di accumulazione di cashback per riuscire a beneficiare dell'incidenza dell'IVA sugli acquisti ad un livello pari ad IVA-cashback.

Nella figura a titolo esemplificativo si è ipotizzata una riduzione dell'IVA di due punti percentuali e viene presupposta una spesa dal valore nominale crescente nel periodo da 0 ad A (per facilitare la dimostrazione dell'accumulazione). Per agevolare la comprensione in merito, di seguito si propone un esempio.

Si pensi all'acquisto del pane: dato il suo prezzo di mercato pari ad 1,22€, mostrando la tessera sanitaria, accumulerò un credito statale pari a 0,02€. Successivamente acquisterò un televisore al prezzo di mercato pari a 1220€. Mostrando la tessera sanitaria, mi verrà scalato dall'importo 0,02€ che verrà erogato all'esercente come credito statale e contestualmente otterrò un cashback di 20€ da usare sui futuri acquisti. Per poter usufruire quindi dei 20€ di cashback accumulati dovrò effettuare acquisti dal valore complessivo di 1220€ e così via.

Ad un livello di acquisti A fino ad A' il consumatore otterrà effettivamente il pieno beneficio della politica messa in atto da parte dello Stato. Al livello A' otterremo sul prodotto uno sconto grazie agli acquisti precedenti ma non potremo più usufruire del cashback riconosciuto dall'ultimo acquisto dato il termine della politica economica.

L'ammontare del cashback che non si potrà utilizzare per il decorso del termine sarà pari a  $\int_0^A f(\text{Acquisti}) - (\overline{OA})(IVA - \text{cashback})$ , ovvero l'integrale della funzione della Figura 3 al netto dell'area al di sotto del livello IVA-cashback (pari a 0,20 nel grafico), posto che l'acquisto con più alto importo sia stato compiuto nella sua fase iniziale.

Ovviamente tanto più è elevato il cashback riconosciuto dallo Stato, tanto più incentivante sarà il suo utilizzo da parte dei cittadini. D'altra parte ne costituisce un aumento del costo di questa politica fiscale. Il costo dell'intera politica verrà analizzata nel paragrafo 2.2.2

## 2.2 La soluzione

“Virtù come il risparmio o una banca centrale nota per essere fortemente impegnata nella stabilità dei prezzi, diventano vizi; per uscire dalla trappola un paese deve allentare la cintura, persuadere i suoi cittadini a dimenticare il futuro e convincere il settore privato che il governo e la banca centrale non sono così seri e austeri come sembrano” (Krugman, P., Dicembre 2000).

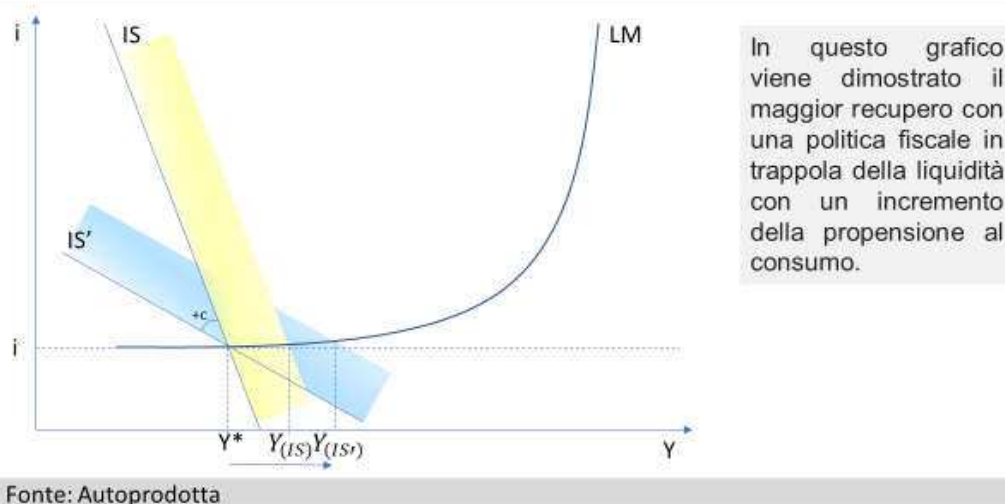
Portando aspettative inflazionistiche sul mercato, il comportamento degli agenti cambia. La propensione al consumo dovrebbe aumentare dato che il suo importo viene determinato dal rapporto tra i consumi e il reddito. Il reddito incrementerà di un ammontare pari al cashback, che comunque è una piccola frazione del valore del consumo. Si avrà perciò un numeratore (consumi) più “veloce” del denominatore (reddito + cashback).

In sostanza si tratta di una politica sui redditi la quale efficacia avrà come effetto l'efficienza della politica fiscale implicando un incremento dei consumi.



## 2.2.1 L'uscita dalla trappola della liquidità

Figura 4 – L'efficienza della politica fiscale espansiva in cashback



Nella Figura 4 viene dimostrato come sia importante costituire una politica fiscale efficiente per poter uscire dalla trappola della liquidità. Rispetto ad una politica fiscale senza incentivi al consumo, un'espansione della curva IS spingerà il reddito da un livello  $Y^*$  ad un livello  $Y(IS)$ . In questo caso si nota che il livello del tasso d'interesse raggiunto con questa manovra continua ad essere poco più alto dello Zero Lower Bound. All'incirca si necessitano, nella figura, di due politiche espansive per poter arrivare ad un livello di reddito pari a  $Y(IS')$  che dimostra un primo cenno di ripresa del tasso d'interesse per sostenere il mercato delle obbligazioni. Infatti, ad un livello  $Y(IS')$  il tasso d'interesse inizia a riprendere la sua funzionalità di strumento di politica economica. Seppur minimo dimostra un livello superiore al livello dello ZLB.

Come già visto in precedenza, grazie alla politica con l'utilizzo del cashback, la propensione al consumo dovrebbe incrementare. Si ricordi che tale incremento è dato dal fatto che, sfruttando tutti i vantaggi che tale politica produce, il numeratore ( $\Delta$ consumi) incrementa più che proporzionalmente rispetto all'incremento del denominatore ( $\Delta$ cashback).

Al termine della politica ci si potrà aspettare il caso inverso, il numeratore scenderà più che proporzionalmente rispetto al denominatore: il denominatore sarà più piccolo (senza il cashback), ma soprattutto il numeratore si ridurrà al consumo indipendente non essendoci più incentivi per decidere di spostare ad oggi tutti i consumi.

### 2.2.2 Il costo della politica fiscale

La scelta dello "sconto" sull'IVA viene presa in base a quanto più si vuol influenzare il comportamento dei consumatori: un cashback basso potrebbe essere poco percepito e quindi non preso molto in considerazione (seppur comunque razionale).

In sostanza, lo si deve determinare valutando attentamente quale possa esser quel livello di sconto sul prezzo che gli agenti aspettano per non accantonare moneta sotto forma di risparmio.

Grazie alla ripresa dei consumi, quale obiettivo della politica, ciò che ci potremo aspettare è l'insorgere di fasi inflazionistiche.

Il sussidio, perciò, dovrebbe costare al bilancio pubblico  $S(1/1+\pi)$ : la spesa reale per il sussidio dovrebbe essere data “dall’attualizzazione” del sussidio nominale all’inflazione (o deflazione). Ciò è comprensibile riconoscendo che l’inflazione è utile a ridurre il peso reale nel rimborso di debiti contratti. Il peso che verrà sostenuto dallo Stato, perciò, sarà ridotto in termini reali e non nominali.

### 2.3 Aspetti critici della politica

Gli esiti di questa politica non si dovrebbero allontanare molto da quelli del deficit spending.

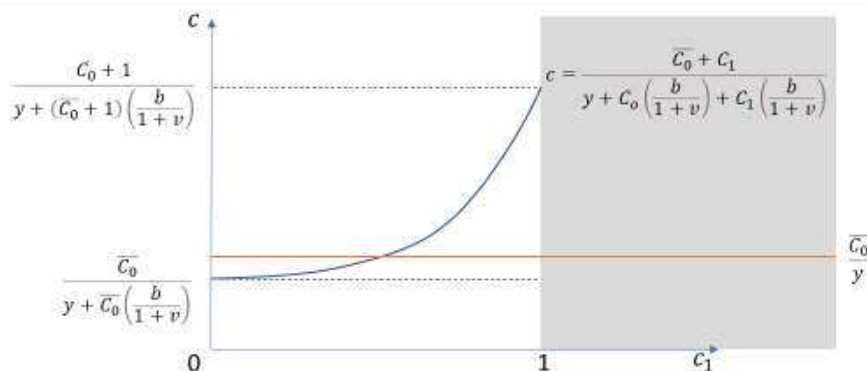
Il Sole 24 ore definisce deficit spending “una situazione in cui uno Stato, per contrastare un ciclo economico sfavorevole, decide consapevolmente di spendere più di quanto incassa finanziando operazioni come sgravi fiscali o piani di investimenti pubblici. La scommessa è che lo squilibrio che in tal modo si viene a creare nei conti pubblici con l’aumento del rapporto deficit/Pil e di quello tra debito e Pil possano sanarsi col tempo per effetto della ripresa economica derivante e l’aumento della cifra al denominatore: il Pil”.

Il deficit spending è quindi una manovra economica dove la spesa pubblica viene finanziata con il deficit. In questo caso il deficit viene prodotto dalle “mancate entrate” che vengono reinvestite in trasferimenti. L’obiettivo è quello di stimolare l’economia con politiche fiscali espansive. L’eventuale recupero di questo deficit verrebbe ricondotto all’incremento del tasso di crescita del PIL rispetto al tasso

d'interesse. In questo caso la crescita economica ridurrà, per effetto dell'inflazione, l'onere della restituzione del deficit in bilancio.

Delle critiche che si possono annoverare alla politica economica promossa con il cashback si possono ricondurre alla fase iniziale della sua applicazione. Questo sistema può essere criticato in quanto viene regalato parte del reddito, senza comportare direttamente variazioni comportamentali degli agenti, tenendo in considerazione gli acquisti che venivano già effettuati anche prima di questa politica. Il problema è dato dall'investimento dell'autorità politica nel concedere "retrocessioni" anche sugli acquisti che si sarebbero realizzati indipendentemente dalla politica.

Figura 5 – L'incidenza della propensione al consumo legata al cashback su quella complessiva



Legenda:

$c$  - propensione al consumo complessiva  
 $c_1$  - propensione al consumo aggiuntiva  
 $c^*$  - propensione al consumo senza politica  
 $\bar{C}_0$  - consumo indipendente dalla politica  
 $C_1$  - consumo aggiuntivo  
 $y$  - reddito di un soggetto  
 $b$  - cashback relativo

$v$  - IVA relativa

$$c = \frac{\bar{C}_0 + C_1}{y + C_0 \left(\frac{b}{1+v}\right) + C_1 \left(\frac{b}{1+v}\right)}$$

$$c_1 = \frac{C_1}{y + C_0 \left(\frac{b}{1+v}\right) + C_1 \left(\frac{b}{1+v}\right)}$$

$$c^* = \frac{\bar{C}_0}{y}$$

Fonte: Autoprodotta

La funzione del grafico, espressa nel Figura 5, rappresenta l'andamento della propensione al consumo totale al variare della variazione della propensione al consumo nella politica di cashback rispetto a quella che ci sarebbe stata senza politica. La funzione rappresenta nel numeratore la composizione dei consumi ovvero il consumo fisso,  $\bar{C}_0$ , che indipendentemente dalla manovra si sarebbe effettuato e dal consumo derivante dagli incentivi della politica di cashback,  $C_1$ . Al denominatore invece vengono evidenziate tutte le entrate dei soggetti: il reddito ( $Y$ ), il cashback ottenuto dai consumi che avrebbe comunque realizzato ( $\bar{C}_0 \left(\frac{b}{1+v}\right)$ ) e il cashback ottenuto sui nuovi consumi realizzati traendo vantaggio dalla politica ( $C_1 \left(\frac{b}{1+v}\right)$ ).

Come è possibile vedere nella funzione della propensione al consumo della Figura 5, nella fase iniziale la propensione marginale al consumo si riduce rispetto a quella che ci sarebbe stata in assenza di tale politica. Infatti, come si può notare dalla Figura 5, la propensione al consumo complessiva si ritroverà ad un livello  $\frac{\bar{C}_0}{y + \bar{C}_0 \left(\frac{b}{1+v}\right)}$  quando non ci sarà l'effetto desiderato: gli agenti non sfruttano questo potenziale. Tale livello,  $c_1 = 0$ , è inferiore alla classica propensione al consumo  $c^*$ . Il perché è facilmente intuibile: l'agente otterrà cashback anche sui suoi soliti acquisti e questo andrebbe ad aumentare il denominatore riducendo quindi il valore della propensione al consumo complessiva ( $c$ ). Al di sotto del livello  $c^*$  si andrà perciò ad intensificare la deflazione e quindi la stretta deflattiva.

Allo stesso modo è interessante vedere gli effetti che si andrebbero a produrre se questa politica venisse accolta da parte di tutti gli agenti per un livello pari a  $c_1 = 1$ . In quest'ultimo caso rispetto a  $c^*$ , il numeratore risulterà essere più alto rispetto al denominatore. Al contrario, in questo caso si andrebbe a produrre l'effetto desiderato: l'inflazione.

L'esito che potremo avere non si discosta di molto nemmeno da quello del helicopter money. Su un articolo di Borsa Italiana del FTA Online News viene definito che "L'Helicopter money è una politica monetaria ipotizzata come estremo tentativo –mai attuato – per rilanciare l'economia e che consiste letteralmente nel "lanciare soldi da un elicottero"". Tale politica fu teorizzata per la prima volta da Milton Friedman, il quale sperava che l'helicopter money producesse inflazione con l'immissione di nuova moneta. Chi avrebbe raccolto questa liquidità piovuta dal cielo avrebbe potuto decidere due alternative in merito al suo uso: investirlo o, considerate le caratteristiche intrinseche in una situazione della trappola della liquidità, differire il suo utilizzo data la maggiore utilità marginale dei consumi futuri. In questo caso quindi non potremo conoscere ex ante i suoi effetti. L'inflazione si genererebbe solo se venissero effettuati dei consumi (incremento della domanda) e non depositati come risparmio.

Allo stesso modo non possiamo conoscere gli effetti della manovra in cashback. Come evidenziato prima, se il comportamento degli agenti non mutasse, ciò andrebbe a produrre una riduzione della propensione al consumo che, con politiche

fiscali restrittive sotto il profilo dei consumi, accelererebbe la stretta deflazionistica al livello della trappola della liquidità dove la funzione della domanda della moneta diventa infinitamente elastica al variare del tasso d'interesse.

La propensione al consumo si ridurrebbe se la spesa di una famiglia non variasse ed ecco perché in questo caso non si produrrebbero esiti differenti rispetto a quelli di un helicopter money (vengono dati soldi a tutti ma non sappiamo se tutti li investono). Se invece la spesa al consumo dovesse variare (sussidio vincolato al consumo), questo genererebbe una crescita del consumo più che proporzionale rispetto al reddito, incrementando così la propensione al consumo. Comunque, auspicabilmente, essendo l'obiettivo finale della moneta quello di dar origine a scambi dalla quale l'agente ne percepisce un'utilità, riducendo il prezzo reale dei beni per effetto della politica del cashback, il soggetto economico dovrebbe esser spinto ad approfittarne. È importante sottolineare gli effetti dell'helicopter money per assumere decisioni sulle tempistiche e alla possibilità di reiterazioni (per beneficiare della minore spesa pubblica riproducendo quanto dimostrato nella Figura 3). Nel caso in cui questo evento venga ripetuto  $n$  volte, la conoscenza della sua reiterazione, anche solo percepita, può cambiare i comportamenti degli agenti potendo decidere di dilazionare i consumi nel periodo successivo. La valutazione della propensione al consumo, ponendo attenzione sulla sua fase iniziale (quella critica) che si conclude con il raggiungimento del livello  $c^*$ , dovrà ripetersi se si

decidesse di ripresentare questa politica decorso un periodo. Ciò ne determinerebbe anche una maggior esposizione al rischio deflattivo.



### 3. TERMINE DELLA POLITICA

In questo capitolo verranno analizzati alcuni aspetti da me ritenuti importanti per la gestione finale della politica, definendone il termine (3.1), il ruolo e l'importanza della comunicazione delle autorità della politica economica nella gestione delle aspettative degli agenti (3.2) e del recupero di parte del deficit se non avesse trovata completa applicazione la politica desiderata in termini di “deficit spending” (3.3).

#### 3.1 L'importanza del termine

Come già trattato nel capitolo 2, l'obiettivo della manovra è quella di cercare di incentivare gli acquisti per generare un moto di controtendenza nella trappola della liquidità: l'inflazione.

È importante, perciò, determinare la durata di questa politica: un tempo troppo breve potrebbe non dare l'opportunità ai soggetti economici di capire il meccanismo del cashback. Oltretutto si necessita di un tempo che possa ricondursi alla possibilità di superare, graficamente visibile dalla Figura 5, il divario tra la propensione al consumo senza politica ( $c^*$ ) e la propensione al consumo della politica fiscale espansiva con  $c_1 = 0$ .

Un periodo della politica troppo lungo invece potrebbe distogliere il consumatore dal vantaggio di consumare oggi, continuando a dilazionare i consumi al futuro e a beneficiare del moto deflazionistico all'interno della stessa manovra.

### 3.2 L'importanza della comunicazione da parte dell'autorità

Come si evince dal documento di Krugman "Thinking About the Liquidity Trap" la questione della trappola della liquidità la si può ricondurre ad un problema delle aspettative.

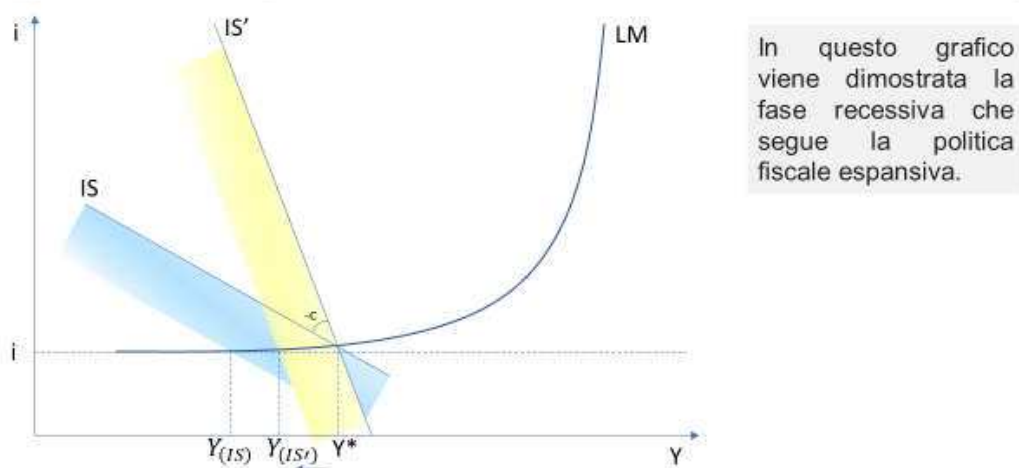
È importante che questa manovra venga percepita come momentanea. Nel caso in cui così non fosse, gli agenti potrebbero decidere di non investire nell'immediato poiché si potrebbe accedere a tale beneficio anche in futuro. In tal caso la politica perderebbe di valore e potrà essere ricondotta ad una "strana" riduzione dell'IVA. In questo caso, data l'indifferenza di un soggetto a preferire il beneficio di oggi con quello di domani, i consumi potrebbero effettuarsi in un periodo futuro. I mancati consumi di oggi però accompagnano il flusso deflazionistico vanificando di fatto la politica stessa.

Facendo riferimento alla Figura 5 si deve tenere in considerazione che la comunicazione dell'autorità politica deve sottolineare l'eventualità e l'eccezionalità della manovra per un periodo che auspicabilmente possa evitare che la funzione della propensione al consumo complessiva sia inferiore al livello  $c^*$ . Per quanto complesso possa essere il meccanismo del cashback, è importante che le autorità sappiano comunicare l'utilizzo e il suo beneficio in maniera agevole a chi non conoscesse il tema. Tanto più questa comunicazione risulterà essere efficiente, tanto più potremo aspettarci un recupero rapido al livello  $c^*$ .

### 3.3 La fase recessiva del ciclo economico

Interessanti sono gli effetti che vengono prodotti al termine della politica fiscale espansiva. Dovendo rispettare il vincolo intertemporale del pareggio di bilancio, lo Stato dovrà promuovere, al termine della politica di cashback, una manovra fiscale recessiva per impedire la crescita del debito pubblico. Quindi ciò che ci potremo aspettare è un periodo di recessione che ben si concilia con la trappola della liquidità, ma ciò che più ci interessa sono le modifiche della propensione al consumo quale componente fondamentale del moltiplicatore fiscale. Un moltiplicatore più piccolo per una recessione renderà più difficile raggiungere una situazione ad un livello di crisi.

Figura 6 – Termine della politica di cashback: la fase recessiva



Fonte: Autoprodotta

Come si può notare dalla Figura 6, al termine della politica fiscale di cashback, la propensione al consumo si ridurrà dato che non ci sono più incentivi in grado di

incrementare i consumi. In questo caso ci potremo aspettare una riduzione del moltiplicatore fiscale facendo ruotare la curva IS ad un livello IS'. In fase recessiva la IS' produrrà un esito che graverà meno sul reddito,  $Y(IS')$ , rispetto ad una recessione che si sarebbe realizzata senza disincentivare la propensione al consumo. L'esito non è così sperato nel caso in cui, facendo riferimento alla Figura 5, la propensione al consumo nel corso della manovra non abbia superato il livello  $c^*$ . Se così non fosse, infatti, la politica avrà generato un'accelerazione degli effetti deflattivi facendo addentrare sempre più l'economia nella trappola della liquidità. Parte del disavanzo avrebbe potuto ridurre l'incidenza in termini relativi del rapporto  $\frac{Debito}{PIL}$  se il tasso della crescita del PIL fosse stato maggiore del tasso d'interesse dei titoli di Stato. Se così non fosse stato, la riduzione del moltiplicatore fiscale, però, contrasta con il principio di copertura: la politica recessiva sarà poco efficiente per poter ottenere un avanzo primario tale da garantire la costanza del rapporto  $\frac{Debito}{PIL}$  pari al suo stesso valore prima della manovra fiscale espansiva. Questo sarà da tenere in considerazione in termini di sostenibilità del debito pubblico nel medio-lungo periodo.

Dato comunque il probabile recupero del tasso d'interesse come strumento di politica economica per un periodo di tempo bisognerebbe dilazionare le politiche restrittive per evitare di rientrare nella trappola.

## CONCLUSIONI

Sviluppare una politica non convenzionale, come quella in cashback, è un azzardo dato l'esito non certo. Non si sa se effettivamente vada ad incentivare i consumi fino al livello che ne definisce il vantaggio della politica. Se il consumatore dovesse limitarsi agli acquisti che effettuava già in precedenza, questo andrebbe a generare spesa pubblica (in termini di trasferimenti) senza nessun effetto nell'economia reale se non quella di accantonare liquidità "sotto il materasso".

Se non ci dovessero essere delle limitazioni temporali (una specie di "helicopter money reiterato"), la manovra potrebbe provocare il differimento degli acquisti al periodo successivo (seppur difficilmente tutti si coordinerebbero per ottenere il massimo dei vantaggi nel periodo successivo quando se ne possono ottenere già oggi). In linea generale questo incentivo dovrebbe incrementare i consumi, dando quindi opportunità alle aziende di investire, incrementare l'occupazione, aumentare i redditi, aumentare il tasso d'inflazione e degli interessi puntando verso una zona lontana dallo ZLB.

È importante evidenziare comunque la probabilità che in futuro si debbano gestire queste dinamiche comportamentali degli agenti piuttosto che incidere sull'offerta monetaria e il tasso d'interesse. Se si dovesse sviluppare il progetto della finanza decentralizzata e lo sviluppo di valute virtuali (criptovalute) probabilmente non ci sarà un'autorità monetaria capace di controllare il mercato della moneta. Tra l'altro la logica alla base di queste nuove valute risulterà esser diversa da quella che

attualmente attribuiamo alle monete fiat. Mentre ad oggi possono essere stampate nuove monete provocando inflazione; con le criptovalute, essendo delle risorse scarse, ci si potrà aspettare solo aspettative deflattive essendo l'offerta di moneta definita in partenza. In questo caso sarebbe conveniente detenere moneta oggi dato che verranno creati dei sottomultipli per effetto della deflazione. Ci sarà una deflazione che porterà gli agenti a posticipare i consumi nell'attesa che i propri asset acquisiscano maggiore potere d'acquisto. Proprio come nella trappola della liquidità dove si incentiverà la detenzione della moneta rispetto al suo utilizzo. Sarà comunque interessante valutare sia lo sviluppo del progetto, fallimentare o meno, delle criptovalute che la politica di cashback per disincentivare il mercato "nero". Pur con obiettivo diverso, nella politica di cashback che verrà applicata sarebbe curioso valutare l'incidenza della manovra sulla propensione al consumo (pur tenendo in considerazione che non siamo in trappola della liquidità).

## BIBLIOGRAFIA

Booth J. (2020). “The price of tomorrow: why deflation is the key to an abundant future”

## SITOGRAFIA

Bellone, G. e Indelli, P. (1979). Moneta e Credito, “La preferenza per la liquidità come comportamento speculative”

<https://ojs.uniroma1.it/index.php/monetaacredito/article/view/11860/11673>

Boianovsky, M. (2004). History of Political Economy Annual Supplement to Volume 36, “The IS-LM Model and the Liquidity Trap Concept: From Hicks to Krugman”, 92-126.

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.8653&rep=rep1&type=pdf>, <https://muse.jhu.edu/article/178074/pdf>

Borsa Italiana (2016) “Le radici dell’helicopter money”

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/helicopter-261.htm>

Krugman, P. (2000, Dicembre). Thinking About the Liquidity Trap. Journal of the Japanese and International Economies, 221-237.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0889158300904581>,

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.455.2045&rep=rep1&type=pdf>

Il Sole 24 Ore (2016) “Deficit spending”

<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/deficit-spending.html>