

# L'allarme di Obama CHE COSA FARE PER EVITARE LA DEFLAZIONE IN EUROPA

di PIERPAOLO BENIGNO

**L**A recessione è iniziata. Rimane da capire se si tratterà di una recessione ad "U", un anno o due di crescita negativa, oppure di una recessione ad "L", parecchi anni di contrazione economica. Una recessione ad "L", di norma, alimenta e viene alimentata da una deflazione. Ne sono un esempio il Giappone degli anni '90 e la Grande Depressione. L'allarme lanciato ieri da Obama per gli Stati Uniti deve spingere le autorità monetarie europee a rompere gli indugi sul fronte della politica dei tassi anticipandone la discesa.

Quando i contratti - obbligazioni debitorie o salari - sono fissati in termini nominali, cioè in valuta, una deflazione aumenta il valore delle passività delle imprese o di qualsiasi altro debitore e riduce la capacità di fronteggiare le proprie obbligazioni. Nei casi peggiori, questo porta ad insolvenze e fallimenti oppure a licenziamenti e riduzione della capacità produttiva. La recessione si acuisce e si può generare una spirale deflazionistica.

Sia la domanda che l'offerta calano in una recessione. Affinché ci sia anche una deflazione la domanda deve scendere più velocemente dell'offerta. Non è ovvio. Occorre una contrazione forte della componente più importante della domanda aggregata: i consumi. Tre fattori possono qui giocare un ruolo: i tassi d'interesse reale, l'incertezza e la disoccupazione. Tassi d'interesse reali alti, da un lato, incentivano i consumatori a posticipare le proprie decisioni di spesa, perché i prezzi saranno più bassi in futuro, dall'altro scoraggiano l'accesso al mercato del credito. L'incertezza e la sfiducia inducono i consumatori a risparmiare troppo, a scopo precauzionale. La disoccupazione riduce la capacità di spesa dei consumatori.

È difficile stabilire le varie causalità o contestualità, ma gli ingredienti principali sembrano essere nell'aria, specialmente negli Stati

Uniti. La crisi finanziaria mantiene in alto i tassi di interesse reali attesi e percepiti da imprese e consumatori. La caduta libera dei prezzi delle attività finanziarie e delle case riduce notevolmente la ricchezza finanziaria delle famiglie, e alimenta incertezza e sfiducia. Le richieste di sussidi di disoccupazione continuano a salire. In Europa e in Italia, i cuscinetti dei risparmi passati e di un mercato del lavoro più rigido possono attutire i colpi. Domanda e offerta possono quindi descrivere l'avvitarsi di una spirale fra recessione e deflazione. Ma non è tutto qui. Nelle economie moderne

in cui la moneta ha valore fiduciario e rappresenta le passività a vista di una banca centrale, non vi è alcun meccanismo di mercato, anche il più perfetto possibile, che possa determinare i prezzi senza un ruolo fondamentale della politica monetaria. In sistemi economici meno ideali, come i nostri, le politiche economiche, monetaria e fiscale, contribuiscono alla determinazione dei prezzi e della crescita. Quindi non ci può essere deflazione senza responsabilità delle politiche economiche e in particolare della politica monetaria. Per contrastare una possibile deflazione e una recessione prolungata è importante che le banche centrali definiscano, o evidenzino ancora di più per chi già lo fa, gli obiettivi di politica monetaria in termini di un target positivo di inflazione di medio periodo e muovano gli strumenti di politica monetaria nella misura appropriata per soddisfare questo obiettivo.

Nel giugno del 2003, la deflazione era uno degli scenari possibili, specialmente negli Stati Uniti. La Fed attuò una politica di bassi tassi d'interesse, fissi all'1% per un anno. La rilettura dei bollettini di politica monetaria dei tempi rivela alcuni elementi interessanti. La Fed dichiarava che avrebbe perseguito una politica di tassi bassi per un tempo

decisamente prolungato, questo al fine di generare aspettative di inflazione, tassi di interesse reali bassi e quindi scongiurare una possibile deflazione. Molti hanno attribuito a quelle politiche la causa della crisi finanziaria ed economica dei nostri giorni e a Greenspan la responsabilità principale. In realtà pochi sanno che quelle strategie di politiche monetarie erano il riflesso delle più recenti teorie di politica monetaria e che Bernanke, allora già nel comitato della Fed, ne era un illustre esponente e traduttore. Politiche di tassi bassi non sono un errore quando si corrono i rischi di una deflazione. L'errore di politica monetaria è stato successivo quando la Fed ha alzato i tassi solo in maniera graduale e moderata, dall'1% al 5.25% del 2007. Con il senno del poi, lo avrebbe dovuto fare con più rapidità e intensità, superando il 7-8%, soprattutto dopo il 2005 quando gli aggregati creditizi incominciarono ad impennarsi. Anche la Bce ha seguito una politica di tassi bassi nel 2003, al 2%. Inoltre proprio in quell'anno ha modificato la strategia di stabilità dei prezzi. Si è passati da un obiettivo in termini di inflazione inferiore al 2% ad un'inflazione inferiore ma vicina al 2% nel medio periodo. Le aggiunte strategiche servono appunto per rendere chiaro che è desiderabile avere



un'inflazione non vicina alla zero o negativa.

Il G-20 dello scorso weekend ha sottolineato l'importanza di politiche fiscali e monetarie espansive. Le politiche fiscali sono soggette in genere a lungaggini decisionali, inoltre hanno effetti ritardati sull'economia a meno che non si traducano in soldi dati direttamente alle famiglie e imprese con la promessa che non verranno richiesti indietro nel futuro.

Un'altra maniera per generare un po' di inflazione. In Europa a differenza degli Stati Uniti, la politica monetaria ha ancora molto da dire. Le previsioni della Banca d'Inghilterra mostrano un'inflazione in Inghilterra che potrebbe scendere sotto l'1% entro un anno, eventualità che richiederebbe al governatore Mervyn King di giustificarsi nei confronti del governo, dal momento che il suo mandato è per una inflazione al 2%. La Banca d'Inghilterra con un voto favorevole di 9:0 ha abbassato i tassi dell'1,50% e ora ci si attende un ulteriore taglio forse fino al 2%. La Bce continua ad esitare e sembra confondere il breve con il lungo periodo. A giugno del 2008, quando alzò i tassi d'interesse in seguito ai rialzi nei mercati delle materie prime non aveva intuito che si trattava di uno shock temporaneo invece che permanente, ora guarda troppo all'inflazione corrente e passata e poco ai possibili sviluppi futuri. Le ultime proiezioni mostrano un'inflazione al 2% in 18 mesi. Non sarà una sorpresa quando fra sei mesi, in piena recessione, si dovrà spiegare perché l'inflazione non si è mantenuta al 2% ma è scesa sotto. A quel punto la sfiducia e l'incertezza potrebbero ridurre l'efficacia di altre azioni di politica monetaria. È il momento di anticipare, con un ribasso almeno fino a 2,50%.