



| lavoce.info |

Deflazione, il ritorno

I dossier de lavoce.info

Le stime preliminari di Eurostat indicano che l'eurozona è entrata in deflazione nel mese di dicembre: l'indice armonizzato dei prezzi è diminuito dello 0,2 per cento rispetto al dicembre 2013. Non è la prima volta che ciò avviene: l'indice dei prezzi al consumo era già diminuito nel 2009, per quattro mesi consecutivi (tra giugno e ottobre). Ora come allora a spingere la variazione dei prezzi in territorio negativo sono i prezzi dell'energia. Ecco un dossier degli articoli da noi pubblicati sull'argomento deflazione.

- Deflazione, non è una fatale maledizione divina - Guido Ascari, 05/09/14;
- Aspettando il vero bazooka - Tommaso Monacelli, 06/06/14;
- Cosa può fare la BCE contro i rischi di deflazione? – Marcello Esposito, 08/04/14;
- Se il calo dello Spread lancia segnali di deflazione – Mariano Bella, Silvio Di Sanzo e Luciano Mauro, 24/01/14;
- I pericoli inediti della deflazione prossima ventura – Francesco Daveri, 03/12/13;
- Un taglio che non allontana la deflazione – Andrea Terzi, 12/11/13;
- Il più grande esperimento monetario della storia – Tommaso Monacelli, 08/04/13;
- Agli italiani costa anche la disinflazione – Enrico D’Elia, 27/01/09;
- 2009, sfida all’Euro – Barry Eichengreen, 26/01/09;
- Un uomo solo contro la deflazione – Francesco Daveri, 17/12/08;
- Più coraggio contro la deflazione – Francesco Daveri, 25/11/08;
- Venti di deflazione – Francesco Daveri, 19/09/08.

Deflazione, non è una fatale maledizione divina

Guido Ascari, 05.09.14

La deflazione è un pericolo reale per l'Eurozona: unita alla stagnazione può diventare una tenaglia letale per i paesi con alto debito pubblico. Uscirne si può, a patto di vincere alcuni tabù. Per esempio, avviando una politica di investimenti pubblici finanziata direttamente dalla Bce.

LO SPETTRO DELLA DEFLAZIONE

Uno spettro si aggira per l'Europa: la deflazione. In Italia è già diventato realtà e la **tenaglia di stagnazione e deflazione** è letale in particolare per paesi a elevato debito pubblico, come il nostro. Nell'area euro i prezzi sono da troppo tempo in continuo rallentamento e senza un intervento chiaro, credibile e massiccio, lo spettro si manifesterà anche a livello europeo. Spesso, nei commenti giornalistici (e non solo) sembra che la deflazione sia una maledizione divina, mentre è importante che i cittadini europei sappiano che **la deflazione è un scelta di (non) policy**. La maggior parte degli economisti ormai concorda che in Europa la situazione di stagnazione più deflazione sia causata da una **carezza di domanda**. La crisi ha determinato un fiorire di studi su economie in condizioni di trappola della liquidità e di tassi di interesse nominali vicini al limite minimo di zero, e un revival della letteratura su interrelazione fra politica monetaria e fiscale.

I risultati ci dicono molto. Semplificando al massimo:

- la deflazione si combatte generando domanda aggregata e aspettative di futura inflazione;
- in tempi di tassi di interesse a zero, la **politica fiscale** è meglio equipaggiata di quella monetaria.

È ovvio che la politica fiscale può produrre un aumento diretto di domanda, ma può anche generare aspettative d'inflazione tramite una promessa di aumento delle future tasse sul consumo.

[Come scrivono Francesco Giavazzi e Guido Tabellini](#), una politica di

quantitative easing da sola non può funzionare, perché non garantisce che la massa monetaria raggiunga l'economia reale tramite credito e si trasformi in domanda aggregata. Anche l'**acquisto di Abs**, da solo, non può risolvere il problema.

COME VINCERE I TABÙ

L'Eurozona ha bisogno di un mix di politica economica straordinario per tempi straordinari. Alla luce della letteratura economica, in una situazione di carenza di domanda e deflazione, è difficile contestare che nel breve periodo una politica fiscale espansiva finanziata con moneta generi crescita temporanea e inflazione. Su un piano prettamente teorico, e tralasciando per il momento gli (importanti) aspetti politici, una **politica di investimenti pubblici finanziata direttamente dalla Bce con moneta** sarebbe a mio parere la strada preferibile:

- Il finanziamento con moneta non aumenterebbe il debito pubblico, vincolo imposto dai mercati, dal fiscal compact e sostenuto con forza da alcuni paesi del nord dell'Eurozona;
- Non comporta previsioni di maggiori tasse (o minore spese) future per ripagare l'aumento del debito, diminuendo l'effetto sulla domanda;
- Investimenti pubblici in settori che stimolano la crescita come infrastrutture, educazione e ricerca si trasformano direttamente in **domanda aggregata** e possono avere effetti positivi di lungo periodo. Si tratterebbe di ampliare il piano Juncker finanziandolo direttamente con moneta;
- Una diminuzione delle tasse (sul reddito o sulle imprese), invece non è detto che si traduca in maggiori consumi o in **maggiori investimenti** in momenti in cui questi agenti sono ancora afflitti da overhang di debito oppure in clima di elevata incertezza. Inoltre, se crediamo sia necessario agire con urgenza in modo coordinato a livello Europeo, potrebbe essere più veloce finanziare cantieri e progetti messi nel cassetto per mancanza di fondi.
- Risultati teorici ed evidenza ci dicono che il **moltiplicatore della spesa** sia maggiore di quello delle tasse, soprattutto vicino al limite di zero del tasso d'interesse o in recessione. È vero che in paesi ad elevato

tasso di corruzione, esiste il pericolo di forte inefficienza. Si potrebbe creare una entità Europea temporanea che controlli e monitori direttamente l'implementazione degli investimenti.

- **L'aumento di massa monetaria** genera aspettative d'inflazione e la monetizzazione dovrebbe limitare al minimo gli effetti negativi sull'investimento privato. Anzi una manovra così radicale potrebbe determinare un "cambiare verso" delle aspettative.

- Monetizzazione da parte della Bce o finanziamento diretto del debito senza sterilizzazione non hanno differenza sostanziale, se la banca centrale detiene i titoli a scadenza.

Non risolve i problemi di medio periodo

Queste politiche sono fatte per rispondere alla situazione congiunturale, e non risolvono i problemi strutturali che necessitano **riforme profonde per dare competitività ad economie come Francia e Italia**, per esempio, e quindi renderle capaci di generare crescita duratura nel medio periodo. Queste riforme nel breve potrebbero essere controproducenti per la deflazione e necessitano tempi lunghi per produrre i propri effetti. Non risolverebbero il problema di breve periodo, ma sono fondamentali per non rendere vano questo sforzo. Da qui la necessità di legare il finanziamento monetario degli investimenti pubblici nei singoli paesi a concreti passi in avanti sulle riforme strutturali. Insomma la Bce paga moneta solo se vede cammello.

L'INDIPENDENZA BANCA CENTRALE E LA MONETIZZAZIONE

L'articolo 123 del Trattato vieta alla Bce di finanziare direttamente il debito pubblico (proposta Giavazzi-Tabellini) e tanto meno di finanziare direttamente stampando moneta. La Bce ha un obiettivo chiaro, il **2 per cento d'inflazione**, e lo sta mancando da troppo tempo. Se ci fosse un contratto, sarebbe inadempiente. Uscendo dal testo scritto del suo intervento, a Jackson Hole, Mario Draghi ha detto che la Bce è pronta a usare **qualsiasi strumento** per raggiungere la stabilità dei prezzi. Quest'affermazione prelude a un secondo "whatever it takes"? Si potrebbe riproporre lo stesso argomento usato per giustificare l'Omt:

dato l'obiettivo, la Banca centrale dovrebbe avere indipendenza sulla scelta dello strumento migliore per perseguirlo, anche se lo strumento ha implicazioni "fiscali". L'articolo 123 è stato aggirato già con l'Omt, acquistando titoli sul mercato secondario e mettendo quindi un piede nella politica fiscale dei paesi dell'Eurozona. Si tratterebbe ora di entrare a piedi uniti.

Peraltro, forse paradossalmente, il Trattato non mi pare vieti alla Bce né di investire direttamente, né di finanziare i privati, via "helicopter drop" o anche mediante linee di finanziamento dirette.

È del tutto ovvio come, politicamente, questa proposta sarebbe difficilmente accettabile in Europa.

L'Eurozona è malata. Molti paesi, come l'Italia, non possono permettersi altri trimestri di recessione-deflazione. Uscire da questa situazione è una priorità assoluta, bisogna essere creativi e **andare al di là di clausole di Trattati pensati per altri momenti storici.**

È il momento di rilanciare il "whatever it takes", se non si vuole lasciare l'Europa alla mercé dei partiti euroscettici, che a quel punto avrebbero un argomento forte: l'inazione dell'Europa di fronte alla crisi.

Aspettando il vero Bazooka

Tommaso Monacelli, 08.06.14

La Bce mette in atto misure innovative. Necessarie, ma non ancora sufficienti ad affrontare i problemi dell'area euro: l'incertezza che paralizza le banche e la crescita di flussi di capitale non orientati a investimenti produttivi. Con il problematico sovra-apprezzamento dell'euro.

L'ECCESSO DI RISPARMIO

Dopo mesi di annunci obliqui, la **Bce** sembra accorgersi improvvisamente delle condizioni dell'**economia reale**, la vera protagonista delle sue misure. Non inganni il fatto che la Banca centrale europea parli ripetutamente di rischio deflazione. **La preoccupazione vera è la stagnazione** dell'economia.

La deflazione non è altro che il sintomo di un improvviso eccesso di risparmio da parte di chi, prima, si era molto indebitato. Negli Stati Uniti, le famiglie; in Europa, le banche. Se i debitori vogliono improvvisamente ridurre il loro debito, i tassi di interesse (reali) devono scendere (per convincere chi risparmia a fornire meno fondi). Inizialmente, ci pensa la Bce abbassando i tassi nominali. Ma quando questi raggiungono il limite di zero, l'unico modo per far scendere l'eccesso di risparmio è attraverso una **caduta del Pil**, che a sua volta comprime l'inflazione.

Succede però che la caduta del Pil sia tanto più grande quanto maggiore è la caduta dell'inflazione. Perché con tassi nominali a zero, meno inflazione fa aumentare (invece che scendere) i tassi di interesse reali. E questo raffredda consumi, investimenti e Pil ulteriormente, in un circolo vizioso. Ne segue che la deflazione non è un problema di per sé. Lo è quando ci intrappola nella recessione, una volta raggiunto il limite zero sui tassi nominali.

Il problema di fondo dell'Europa, oggi, è quindi questo: **un perdurante eccesso di risparmio da parte del sistema bancario**. Facile capire da dove provenga: è una correzione del precedente eccesso di debito accumulato dalle banche stesse prima della crisi del 2011. Molto meno facile, invece, capire come contrastarlo.

I PROVVEDIMENTI DI DRAGHI

A questo fine, sono tre le misure innovative introdotte dalla Bce.

Primo, **diventa negativo il tasso di interesse** pagato dalle banche per detenere riserve presso la Bce (in eccesso rispetto a quelle obbligatorie). La Bce intende così incentivare le banche a ridurre le riserve e, si spera, impiegarle come prestiti alle imprese.

Secondo, un nuovo **programma di finanziamento agevolato alle banche** (Tltro). Con questa misura, la Bce intende ovviare (almeno in parte) al problema della ancora bassa capitalizzazione delle banche. Una novità delle *Targeted Long Term Refinancing Operations* è che i finanziamenti alle banche sono condizionati all'impegno a prestare i fondi alle **imprese**. Sono vietati due impieghi alternativi: titoli di Stato, ma anche (sorprendentemente e in modo direi pericolosamente vago) mutui verso i settori "caratterizzati da bolle".

La terza misura è la sospensione della sterilizzazione del programma Smp (*Securities Market Programme*). Questa misura, abbastanza limitata, fa da complemento alla precedente nell'**espandere la liquidità** a disposizione delle banche.

MISURE NECESSARIE, MA NON SUFFICIENTI

Tre considerazioni, tra le molte che si potrebbero fare, mi sembrano particolarmente rilevanti.

Offerta di credito. Il complesso delle misure indica qual è la diagnosi della Bce sul perdurare della crisi in Europa: l'offerta di credito. L'economia (secondo la Bce) non riprende perché fluisce poco credito verso le **piccole e medie imprese**, scheletro del sistema produttivo europeo, soprattutto nel Sud, e fortemente dipendente dai finanziamenti bancari. Quello che manca nell'analisi della Bce, però, è una spiegazione del *perché* le banche siano restie a prestare. È un problema di scarsa capitalizzazione? Oppure di (eccesso di) "risparmio precauzionale"? Quest'ultimo può essere dettato da due fattori (tra loro non esclusivi): i) l'**incertezza** che grava sull'economia dell'euro; (ii) l'attesa per la soluzione degli **stress test** condotti dalle Bce sui bilanci delle banche. In entrambi i casi, difficile pensare che un tasso negativo

sulle riserve possa far svanire il problema strutturale di incertezza che paralizza le banche. Almeno fino a quando gli stress test non saranno portati a termine.

Flussi di capitale e tasso di cambio. A mio avviso, la Bce si trova ad affrontare un grande problema (nuovo e irrisolto): la gestione dei flussi di capitale. Di origine non solo interna all'area euro, ma anche esterna. Superficialmente, tassi negativi sui depositi sono di fatto una **tassa sulla banche**. Difficile evitare che si scarichi sulla clientela, cioè esattamente il contrario di ciò che la Bce vorrebbe. Ma più in generale, tassi negativi sui depositi vanno intesi come una **misura prudenziale di gestione dei flussi di capitale**. Una grande quantità di capitale liquido (estero) è fluito verso l'area euro negli ultimi due anni. Il problema è che finora ha trovato impiego in Europa solo in titoli di Stato o proprio in riserve depositate presso la banca centrale. Generando solo un costo: l'**apprezzamento dell'euro**, con ulteriori effetti deflazionistici. I tassi negativi sulle riserve, quindi, vanno intesi anche come strumento di gestione dei flussi di capitale, al fine di temperare l'apprezzamento dell'euro. Resta da capire, però, come sia possibile fermare il flusso di capitale internazionale impiegato in titoli di Stato, e quindi la spinta all'apprezzamento della moneta europea. Nel mondo c'è una fame insaziabile di liquidità e quindi di "titoli sicuri". Niente di meglio che parcheggiare risorse in Bund tedeschi e, attualmente (per fortuna), anche in Bot italiani. Permane il problema di fondo però: come orientare i flussi di capitale verso investimenti reali fissi o con partecipazioni azionarie, cioè impieghi che finanzino l'accumulazione di capitale fisico. È qui il cuore del malessere europeo. Ed è proprio qui che le cosiddette **riforme strutturali** (mercato del lavoro, e altre) sono cruciali: proprio per incentivare i flussi di capitale verso **impieghi produttivi**, alternativi ai "parcheggi" di liquidità (improduttivi) quali i titoli di Stato.

Manca la *forward guidance* "condizionata". Mario Draghi ha ribadito l'impegno a mantenere i tassi bassi "per un periodo prolungato di tempo". La cosiddetta *forward guidance*. Non dimentichiamo però che si tratta di una forma primitiva di *forward guidance*, già adottata dalla Fed nella fase iniziale della crisi, ma poi superata a favore di una sua forma "condizionata". Quest'ultima richiede che la banca centrale si impegni a

mantenere i tassi a zero fino a quando il tasso di disoccupazione non sia sceso a un certo livello (compatibilmente con un tasso di inflazione in linea con il target). Molto più delle misure di *quantitative easing*, la *forward guidance* condizionata è stata cruciale nel ridurre drasticamente la disoccupazione negli Usa. Attraverso un canale principale: l'orientamento delle aspettative. Non solo: si è rivelata una misura molto efficace per guidare il deprezzamento del dollaro. Una forma adottabile dalla Bce (visto che quest'ultima non ha un obiettivo esplicito di disoccupazione) potrebbe essere quella di impegnarsi a tassi zero fino a quando il gap tra prodotto effettivo e potenziale (output gap) non abbia raggiunto lo zero. La **Bce ha un bisogno disperato di orientare al rialzo le aspettative inflazionistiche**. Con due obiettivi: dissipare il grado di incertezza che paralizza le banche (vedi punto 1); far uscire l'economia dalla trappola del limite zero sui tassi. Aspettative di inflazione al rialzo, con tassi nominali a zero, farebbero abbassare i tassi di interesse reali, contribuendo alla ripresa di consumi e investimenti. In aggiunta, una forma condizionata di *forward guidance* sarebbe il modo più efficace di ottenere un (necessario) deprezzamento dell'euro. La Bce ha messo in campo una serie di strumenti innovativi. È certamente una notizia incoraggiante, che aiuterà la debole ripresa in Europa. Ma resta la sensazione che l'arsenale degli strumenti più potenti sia ancora nel cassetto. Ci aspettiamo che la Bce faccia al più presto "*whatever it takes*" per scongiurare la trappola deflazionistica in Europa.

Cosa può fare la BCE contro i rischi di deflazione

Marcello Esposito, 08.04.14

La Bce non ha abbassato i tassi, ma aperto la strada a un nuovo quantitative easing. Un altro fattore ha contribuito alla stretta creditizia: i requisiti di patrimonializzazione delle banche in vista dell'Unione bancaria. L'indebolimento del cambio dell'euro.

TASSI INVARIATI

La riunione della **Banca centrale europea** del 3 aprile è terminata senza un taglio dei tassi, ma con una disponibilità “unanime” a considerare misure “non convenzionali” di politica monetaria qualora dovesse concretizzarsi il rischio di un periodo prolungato di bassa inflazione. D’altro canto, Mario Draghi ha parlato a pochi giorni dalla pubblicazione del dato di **inflazione** di marzo, che ha registrato un ulteriore calo allo 0,5 per cento per la media dell’eurozona, con quattro paesi che hanno già tassi negativi (Cipro, Grecia, Portogallo, Slovacchia) e altri quattro molto prossimi allo 0 per cento (Spagna, Slovenia, Irlanda e Italia). Anche se in una fase come l’attuale è lecito attendersi un segnale “espansivo” sui tassi d’interesse da parte della banca centrale, il mercato non ha interpretato negativamente l’inazione della Bce perché gli interventi che possono far ripartire l’economia sono in realtà diversi e in parte sono stati lasciati intravedere nel tradizionale *Questions&Answers* che è seguito alla riunione. La principale misura (magari non convenzionale per la Bce, ma piuttosto standard per una banca centrale “normale”) consiste nell’abbandonare il mantra della neutralità rispetto al tasso di cambio, spingendo per una **significativa svalutazione dell’euro** rispetto ai livelli attuali. **(1)** La crescente attenzione di Draghi all’andamento del cambio e la preoccupazione per gli effetti deflazionistici che un valore troppo elevato può causare sono elementi sicuramente positivi e apprezzati dal mercato. Ma la Bce non deve dimenticare il ruolo che l’*asset quality review* sta giocando nel deprimere l’**erogazione del credito** in Europa. La fase di preparazione all’Unione bancaria spinge le banche ad anticipare i

tempi di adeguamento agli ambiziosi obiettivi di patrimonializzazione di **Basilea 3** proprio nel momento in cui invece l'economia avrebbe più bisogno di credito. Il processo è in larga parte inevitabile, ma la Bce può fare molto per evitare che la ricerca della sicurezza venga esasperata. Ad esempio, non cedendo alle pressioni di chi vedrebbe favorevolmente l'applicazione di coefficienti di assorbimento patrimoniale anche sui titoli di Stato dell'Eurozona.

In tale contesto, non è molto efficace l'abbassamento del tasso a brevissimo, soprattutto quando si è ormai prossimi allo zero (0,25 per cento) e si è fornita una *forward guidance* che è riuscita ad ancorare le aspettative di tassi nulli o quasi per un lungo periodo di tempo. Anche l'opzione di tassi negativi è un'arma spuntata. Da un lato, è difficile immaginare tassi significativamente negativi: alla meno peggio le banche trovano altre forme di parcheggio della liquidità, senza che questo si traduca necessariamente in una ripartenza del credito all'economia. Dall'altro, l'impatto psicologico di una mossa così estrema su un'opinione pubblica già molto critica nei confronti della Bce potrebbe determinare conseguenze imprevedibili, soprattutto se l'argomento venisse strumentalizzato prima delle elezioni europee di fine maggio.

VERSO UN NUOVO QUANTITATIVE EASING?

L'alternativa, già percorsa in passato e molto simile nei suoi effetti al *quantitative easing* consiste nella riproposizione di **operazioni "repo" a lungo termine** (Ltro). Alcuni stimano che l'impatto sull'inflazione sarebbe dell'ordine di 0,2-0,8 per cento ogni 1.000 miliardi di liquidità così immessa. Il QE *strictu sensu* rimane difficilmente praticabile, a mio parere, nelle more del pronunciamento della Corte di giustizia europea richiesto dalla Corte di Karlsruhe sulle Omt (vedi [qui](#) per analisi della vicenda). A differenza del QE, con l'Ltro sono le banche a decidere cosa comprare con i soldi ricevuti in prestito dalla Bce. Anche se l'effetto è identico, il dettaglio tecnico consente di evitare ulteriori polemiche con la Corte. Si tratta inoltre di un **prestito** e, quindi, la liquidità immessa nel sistema può essere facilmente riassorbita alla scadenza del repo, come è successo con i due precedenti Ltro, senza correre alcun rischio che le dinamiche degli aggregati monetari possano andare fuori controllo.

Le recenti dichiarazioni di **Jens Weidmann**, apparentemente favorevoli a un QE/Ltro che abbia a oggetto non solo titoli di Stato ma anche (o solo) obbligazioni private, purché “top rated”, appaiono come un mix di apertura e provocazione, alla luce delle sue audizioni presso la Corte di Karlsruhe e delle innumerevoli esternazioni del recente passato. Non è tra l'altro chiaro di quali emittenti privati Weidmann stia parlando. Il grosso del mercato in Europa è costituito da emissioni bancarie. Che senso avrebbe obiettare a un QE sui Btp e invece accettare un QE su obbligazioni emesse da una banca italiana? A meno che l'obiettivo di Weidmann non sia quello di rilanciare in grande stile **cartolarizzazioni**, Clo, Abs e così via. Ma se la Bce acquista le tranche senior, bisogna poi trovare chi si compra il *mezzanine* e il *junior*, e in ogni caso il mercato dei corporate bond non ha neanche lontanamente lo spessore e la liquidità sufficiente per reggere all'impatto di un *quantitative easing*. Solo per avere un'idea dei numeri in campo, il totale dei corporate bond denominati in euro ed emessi da soggetti residenti nell'area dell'euro si aggira nel 2014 attorno agli **890 miliardi** di euro (fonte: [ECB](#)), mentre le obbligazioni governative sono pari a 6.459 miliardi di euro e le obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie sono pari a 6,612 miliardi. Solo nel primo Ltro 3y del 2011 furono immessi nel sistema 490 miliardi di euro, pari a oltre il 50 per cento dei corporate bond outstanding. Infine, Weidmann dimentica che le corporation seguono il rating del paese, quindi la sua precisazione sugli acquisti di bond “top rated” accentua il carattere provocatorio della proposta. L'attività di acquisto si concentrerebbe sugli emittenti dei paesi core e sulle big cap, accentuando lo **svantaggio competitivo delle aziende localizzate nei paesi periferici** rispetto ai concorrenti con sede nei paesi core e alterando la competizione tra aziende grandi e aziende piccole.

INDEBOLIRE IL CAMBIO

Molto più interessanti delle provocazioni di Weidmann, le ipotesi che iniziano a circolare di un intervento non convenzionale che abbia come obiettivo l'indebolimento del cambio più che l'abbassamento ulteriore della curva dei governativi europei, quindi consentendo l'**acquisto di titoli governativi esteri** della massima qualità e liquidità (Us T-Bond o

Japanese Government Bond, per esempio).

L'euro si è apprezzato rispetto al dollaro di un 8 per cento rispetto alla scorsa primavera e del 14 per cento rispetto alla primavera del 2006. Un apprezzamento che **non ha alcuna giustificazione nella dinamica dell'economia reale**: nel 2013 il Pil europeo ha registrato un risultato inferiore rispetto a quello Usa di un -2,4 per cento. Non ha molto senso che l'economia mondiale si appoggi sulle spalle di un'Eurozona provata da anni di recessione. Un cambio euro-dollaro che ritorni verso i livelli pre-crisi (1,2 contro dollaro) ridarebbe un po' di fiato alla crescita del Pil: anche ipotizzando una "reazione" mediana al deprezzamento, il Pil potrebbe subire un impulso positivo di quasi lo 0,7 per cento. Inoltre, ne beneficerebbero soprattutto i settori *export-oriented* dei paesi periferici e quindi, rispetto a una generalizzata riduzione del *refi rate*, sarebbe più efficace nel ribilanciare il ciclo economico dell'Eurozona.

Nella battaglia alla deflazione non esistono tuttavia solo gli strumenti di politica monetaria, ancorché eterodossi. La Bce sta per assumere un ruolo centrale nella **vigilanza del sistema bancario**, nel cuore quindi del macro-processo di erogazione del credito. È vero che la contrazione del credito è stata causata dall'atteggiamento prudentiale delle banche in un contesto economico in deterioramento. Ma, nell'ultimo periodo, il *credit crunch* è stato accentuato dal processo di preparazione alla **Unione bancaria** che ha visto un'accelerazione contemporanea nei progetti di patrimonializzazione dell'intero sistema bancario europeo. Salvo sorprese, di fatto è stato anticipato al 2014 il raggiungimento degli obiettivi di patrimonializzazione posti dall'ambizioso Basilea 3, ripulendo i bilanci (per tutti, si veda la perdita monstre da 14 miliardi di Unicredit nell'ultimo trimestre del 2013) e varando **corposi aumenti di capitale**. Questo processo terminerà a breve, entro l'anno. Quello che può fare la differenza per gli anni a venire è una Bce sicura nelle sue nuove attribuzioni, che non esageri con le richieste di patrimonializzazione del sistema creditizio e imposti la vigilanza sulle **forme "attive" di controllo** e non solo sulle difese "passive" e "statiche". La Bce deve evitare la ricerca della sicurezza assoluta, che nel mondo del credito non esisterà mai, e non deve cedere alle pressioni di chi vedrebbe favorevolmente l'applicazione di coefficienti di assorbimento

patrimoniale sui titoli di Stato. Non tutti in Europa sono “top rated” come la Germania e in una Unione che si vuole duratura non possono esistere figli e figliastri.

Se il calo dello Spread lancia segnali di deflazione

Mariano Bella, Silvio Di Sanzo e Luciano Mauro, 24.01.14

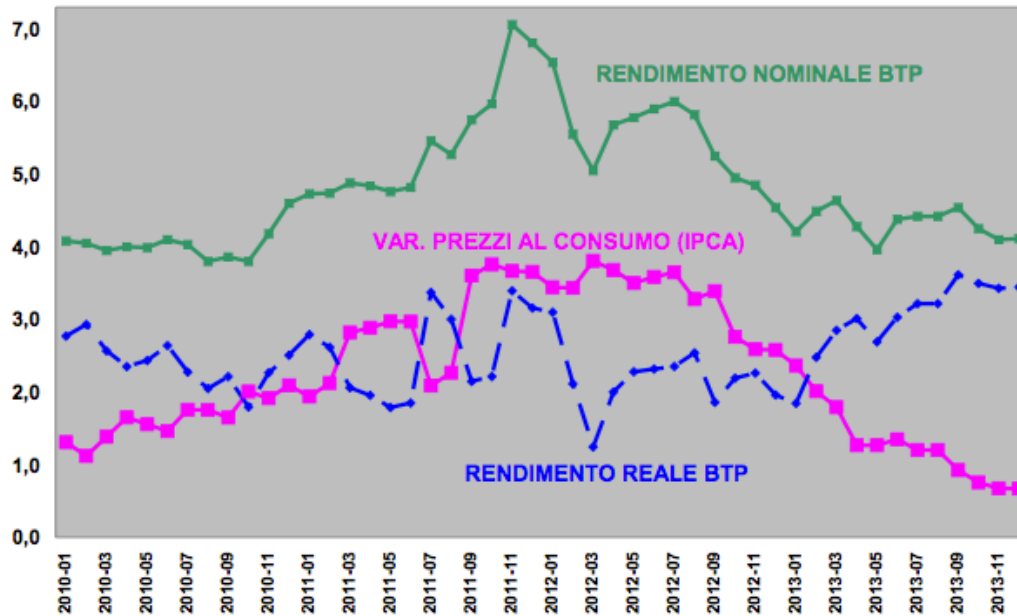
Lo spread Btp-Bund è sceso nettamente negli ultimi tempi. Una buona notizia, ma solo fino a un certo punto. Perché a giocare un ruolo importante sono i differenziali di inflazione tra Italia e Germania. Per il nostro Paese indicano una disinflazione che si avvicina pericolosamente alla deflazione.

DIFFERENZIALI SUI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO...

La **discesa dello spread Btp-Bund** è stata salutata con grande soddisfazione da molti e autorevoli esponenti del Governo, che se ne sono attribuiti il merito. È un atteggiamento comprensibile poiché la diminuzione dei differenziali è sovente correlata alla riduzione dei tassi di interesse sui titoli di Stato e quindi migliora la sostenibilità del debito. **(1)**

Per comprendere meglio quali siano state le variabili che hanno prodotto la riduzione degli spread partiamo da una semplice analisi grafica del nostro tasso d'interesse. Nella figura 1 riportiamo l'andamento dei rendimenti nominali sui Btp, dei rendimenti reali e la variazione dei prezzi al consumo. **(2)**

Figura 1 - Rendimenti nominali, reali e inflazione (Italia) - Punti percentuali

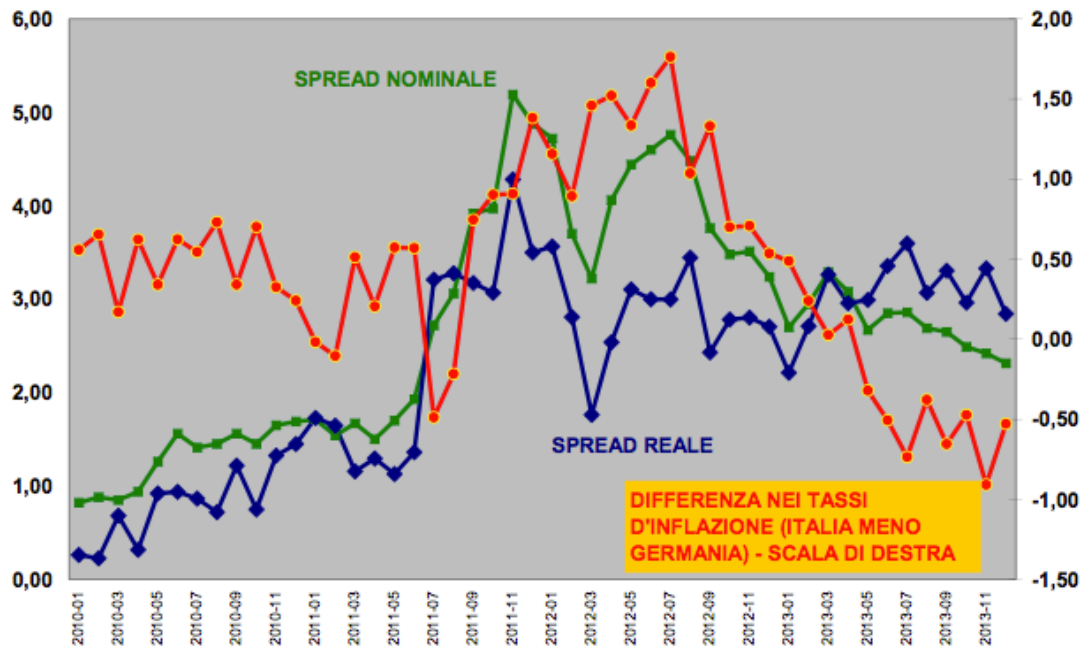


Fonte: Elaborazioni degli autori su dati Bce ed Eurostat.

Effettivamente i rendimenti nominali sui titoli di Stato si sono ridotti sensibilmente dall'autunno del 2011 a oggi, mentre il **rendimento reale dei nostri titoli** non solo è crescente dall'inizio del 2012 ma, muovendosi nel medio termine dentro un canale 2-3,5 per cento, **si mantiene costantemente sopra il 3 per cento** soltanto negli ultimi otto-nove mesi. Questo non dice niente (ancora) sulla dinamica degli spread. Però insospettisce molto: i rendimenti seguono, e da vicino, il **tasso d'inflazione**. Evidentemente è il potere d'acquisto del rendimento delle attività che conta per gli investitori, al di là dagli altri fattori che ne influenzano i comportamenti di allocazione delle risorse sui vari tipi di attività.

Visto che il tasso d'inflazione sembra sia stato un importante *driver* dei rendimenti, il passaggio successivo è decomporre lo spread tra Italia e Germania in due parti: la prima riguardante la differenza tra i rendimenti reali e la seconda la differenza nei tassi d'inflazione (figura 2).

Figura 2 - Differenziali nei rendimenti nominali e reali e nei tassi d'inflazione (Italia meno Germania) - Punti percentuali



Fonte: Elaborazioni degli autori su dati Bce ed Eurostat.

...E DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE

Si vede con chiarezza che la riduzione degli spread è largamente dovuta a una riduzione del differenziale inflazionistico, che negli ultimi mesi è addirittura favorevole all'Italia: in altre parole deve ridursi la differenza tra i rendimenti nominali poiché il tasso d'inflazione in Italia è inferiore a quello tedesco e il differenziale tra i **tassi di crescita dei prezzi** è addirittura negativo. **(3)** Al contrario, il rendimento richiesto in termini di potere d'acquisto è abbondantemente più elevato in Italia (tra il 2 e il 3 per cento assoluto) rispetto alla Germania e la differenza è mediamente cresciuta nel 2013 rispetto al 2012.

Per curiosità, si può segnalare che, basandosi su medie mensili dei rendimenti e della variazione dei prezzi, tra novembre 2011 - mese di picco dello spread nominale - e il dicembre 2013, la riduzione degli spread nominali è dovuta in misura perfettamente uguale ai differenziali tra i rendimenti reali e ai differenziali d'inflazione. Invece, la riduzione degli spread nominali tra aprile 2012 e dicembre 2013 è dovuta quasi per intero all'influenza dei **differenziali d'inflazione tra Italia e Germania** (76 punti base di riduzione si decompongono in 65 punti dovuti ai differenziali d'inflazione e 11 punti alla differenza nei

rendimenti reali).

A questo punto si deve ritenere giustificato l'entusiasmo governativo rispetto ai risultati conseguiti? **(4)** Non del tutto, probabilmente. È vero che secondo una lettura macroeconomica piuttosto in voga, era questa la strada per arrivare alla riduzione degli spread nominali, attraverso un **aggiustamento della bilancia commerciale via minori importazioni dovute al raffreddamento della domanda interna** e via maggiore competitività di costo che comporta maggiori esportazioni.

Peccato che, guardando ai dati su Pil, consumi e disoccupazione, siamo al congelamento assoluto. Forse la teoria degli squilibri nelle bilance dei pagamenti come base per i differenziali di rendimento, andava applicata limando un po' il **surplus tedesco** o giocando sui guadagni di produttività interni piuttosto che sulla disinflazione che si sta pericolosamente avvicinando alla deflazione.

Per questa via, presto avremo spread nulli e vivremo per sempre infelici e scontenti - cioè disoccupati e con aspettative strutturalmente decrescenti sul futuro tenore di vita.

I pericoli inediti della deflazione prossima ventura

Francesco Daveri, 03.12.13

Il rischio deflazione incombe sul mondo, in particolare su Europa e Italia. Non è la grande depressione degli anni Trenta, anche per la presenza di valvole di sicurezza sociale. Ma il margine sostenibile di intervento dei governi è molto più risicato, per l'elevato peso della spesa pubblica.

LO SCENARIO DEFLAZIONISTICO

Il [taglio inatteso del tasso di riferimento](#) per i mercati finanziari da parte della Bce all'inizio di novembre ha portato all'attenzione di tutti il problema che incombe sul mondo intero e su Europa e Italia in particolare. Al di là dei distinguo verbali del presidente della Bce Mario Draghi, il problema si chiama **rischio di deflazione**, cioè la riduzione continuata e persistente nel tempo del livello generale dei prezzi. Dopo il crollo di Wall Street nel 1929, negli Stati Uniti i **prezzi** scesero del 22 per cento nei quattro anni successivi. Anche il Pil in termini reali diminuì della stessa percentuale e così il crollo di borsa del 1929 divenne la Grande Depressione. Certo nessuno oggi vuole ripetere l'esperienza degli anni Trenta. Nel secondo dopoguerra, solo l'economia giapponese ha vissuto un prolungato periodo di deflazione: tra il 1990 e il 2012 in Giappone i prezzi al consumo sono scesi del 12 per cento. Ma, nello stesso periodo di tempo, il Pil è salito complessivamente del 22 per cento. Malgrado l'enfasi ricevuta sui media, quella giapponese è stata una deflazione senza depressione, un grave problema, ma con conseguenze sociali molto inferiori di quelle della Grande Depressione americana.

In ogni caso, [dal settembre 2008](#) lo scenario delle politiche mondiali prevalente in Europa e nel mondo è cambiato radicalmente. Fino a prima del fallimento di Lehman Brothers, le banche centrali si preoccupavano di mantenere bassa l'**inflazione** in un quadro di stabilità della crescita macroeconomica. La Scienza della politica monetaria (descritta in un [famoso articolo](#) di Richard Clarida, Jordi Gali e Mark Gertler) di questo si occupava. Ancora nell'estate 2008, con una decisione passata alla storia come un terribile errore, la Bce di Jean

Claude Trichet aumentò i tassi di riferimento per fronteggiare l'inflazione al 4 per cento causata dalla temporanea salita del prezzo del petrolio a 147 dollari al barile.

Dopo il 15 settembre 2008, però, tutto è cambiato e un nuovo spettro ha cominciato ad aggirarsi per l'Europa e per il mondo: quello della deflazione. È per la paura della deflazione che alla fine del 2008 le banche centrali hanno **azzerato i tassi** sotto il loro controllo. È sempre per la paura della deflazione che, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, i governi dei paesi ricchi e il Fondo monetario internazionale hanno messo in soffitta il *Washington Consensus*, la dottrina che, nei decenni precedenti, aveva suggerito ai paesi in difficoltà di bilancia dei pagamenti un mix di **rigore fiscale** e aggiustamento strutturale dell'economia e che per il quarto di secolo successivo alle crisi del debito estero degli anni Ottanta era stata applicata con efficacia. Abbandonato il *Washington Consensus*, soprattutto nei paesi che spesso avevano espresso gli uomini a capo del Fondo monetario e della Banca Mondiale, si sono manifestati ampi **disavanzi pubblici** in tutto il mondo sia per l'effetto automatico della crisi (che peggiora sempre i conti pubblici) che per la risposta discrezionale e per i salvataggi dei governi. Ed è stato sempre per paura della deflazione che le banche centrali, dopo aver azzerato i tassi, hanno continuato a riempire di **liquidità** l'economia mondiale in forme non convenzionali, facendo ciò che non avevano mai fatto, cioè acquistando direttamente titoli pubblici e privati a più lunga scadenza, in modo da sostenere il corso dei mercati obbligazionari e così da offrire ossigeno al lato delle attività dei bilanci delle banche commerciali. Senza preoccuparsi troppo dell'effetto collaterale di queste politiche, cioè quello di alimentare sempre **nuove bolle** sui mercati finanziari.

LA DIFFERENZA CON GLI ANNI TRENTA

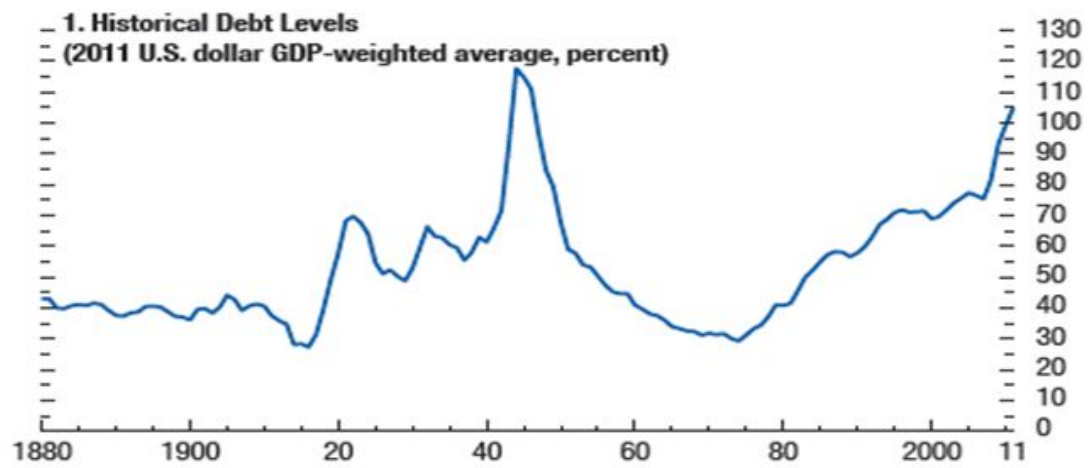
Eppure, nonostante tutte le armi messe in campo da governi e banche centrali, lo spettro della deflazione non è ancora stato battuto. I dati tendenziali di novembre 2013 (rispetto a novembre 2012) ci dicono che l'inflazione tendenziale è oggi in rapida discesa: all'1 per cento in America, allo 0,9 per cento nell'eurozona e all'1,1 per cento in Giappone.

Nonostante i tre round di *quantitative easing* della Federal Reserve, nonostante le Ltro (*Long-Term Refinancing Operations*) e le strategie di rassicurazione verbale della Bce e nonostante la Abenomics giapponese. Nei paesi indebitati dell'Eurozona l'inflazione è già negativa (-2 per cento, in Grecia) o vicina allo zero (Portogallo, Irlanda, Italia, Spagna). Nella maggior parte di questi paesi l'attività economica è in contrazione dal 2011, anche se va detto che, con l'eccezione della Grecia, la riduzione del **Pil** è stata molto più limitata di quella registrata nell'America degli anni Trenta.

Di fronte a questa situazione, tanti - prima di tutto Paul Krugman, ma anche molti cittadini comuni che vedono con preoccupazione la disoccupazione andare alle stelle - sostengono che i governi hanno fatto troppo poco e che quindi la tendenza alla deflazione è in definitiva colpa della scarsa determinazione della politica nel combatterla. È una tesi difficile da sostanziare empiricamente. Come indicato nella figura sotto, il debito pubblico mondiale è ai suoi massimi di sempre in tempo di pace e, secondo i calcoli del Fondo monetario, è già salito di circa 30 punti percentuali negli ultimi anni. La difficoltà di combattere la deflazione nel ventunesimo secolo è ben descritta da due numeri (ricavati da un [libro](#) di qualche anno fa di Vito Tanzi e Ludger Schuknecht). Nel 1920 (cioè prima della Grande Depressione) la **spesa pubblica** in diciassette paesi Ocse era meno del 20 per cento del Pil. Invece, nel 2008, prima della crisi attuale, aveva già raggiunto il 45 per cento del Pil, soprattutto a seguito dell'affermarsi dei sistemi di welfare. Proprio la presenza del welfare, cioè di valvole di **sicurezza sociale**, ha stavolta evitato che le tendenze deflative del ventunesimo secolo dessero luogo a qualcosa di simile alla Grande Depressione degli anni Trenta. Ma l'elevato peso della spesa pubblica (e del debito pubblico) ha anche reso il margine sostenibile di intervento dei governi molto più risicato, a causa delle diverse condizioni di partenza di oggi rispetto ad allora.

[Come discusso dall'*Economist*](#), anche John Maynard Keynes oggi sarebbe stato probabilmente molto meno keynesiano che negli anni Trenta. E così ci si è affidati - e ancora oggi ci si affida - esclusivamente alla politica delle **banche centrali**, la cui efficacia anti-deflazione, in assenza di un oggi impossibile o almeno poco desiderabile supporto fiscale, è tuttavia

molto più limitata. Inutile negarlo: scampare la deflazione degli anni Dieci non sarà un'impresa facile.



Un taglio che non allontana la deflazione

Andrea Terzi, 12.11.13

Il taglio dei tassi deciso dalla Bce la scorsa settimana è stato definito storico. Ma le borse non hanno festeggiato e i tassi di mercato a breve sono scesi di poco. Non è da qui che ripartirà la domanda nell'Eurozona. Le scelte che l'Unione dovrebbe fare per il bene dell'Europa.

UN TAGLIO STORICO?

Il **taglio dei tassi** ufficiali deciso dalla **Bce** il 7 novembre è stato definito “storico”. Un giornalista in conferenza stampa lo ha indicato come un “bazooka a sorpresa”. Il presidente del Consiglio italiano ha parlato di “una grande notizia (...) dimostrazione che la Bce ha a cuore la crescita e la competitività”. È stato anche interpretato in chiave anti-Merkel. E la stampa tedesca ha criticato il provvedimento descrivendolo come una mossa che favorisce Roma e Parigi e penalizza i risparmiatori.

Su *lavoce.info*, [Angelo Baglioni](#) ha opportunamente esortato a non farsi troppe illusioni sull’impatto che il taglio potrà avere sui mercati finanziari e sull’economia reale. Le borse non hanno festeggiato e i tassi di mercato a breve sono scesi di uno o due punti base. Dov’è la grande notizia? È allora forse utile ricordare qualche nozione essenziale a proposito del funzionamento della politica monetaria della Bce.

IL TASSO CHE CONTA

Come fanno anche altre banche centrali, Fed compresa, la Bce considera cruciale per la politica monetaria il tasso d’interesse overnight sul mercato interbancario. Questo tasso si chiama **Eonia** e misura il costo della liquidità per le banche nell’eurosistema. Fino al 2008, l’Eonia era manovrato dalla Bce attorno al tasso di policy, ovvero il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Ma a partire dal 2009, il **tasso sulle operazioni di rifinanziamento** principali (che la Bce ha tagliato dello 0,25 per cento) non è più il tasso di policy effettivo. Dal 2009, e con maggiore efficacia

dopo le Ltro del 2011-12, il tasso Eonia si posiziona automaticamente in prossimità della remunerazione delle riserve bancarie (quelle in eccesso alla quota obbligatoria). Da quando la Bce ha portato questa remunerazione a zero (nel luglio 2012), il tasso Eonia si muove giornalmente in prossimità dello zero (vedi grafico).

Dunque, l'annuncio di Draghi di ieri non ha spostato (né avrebbe potuto) il **costo della liquidità** (a breve) delle banche e, se non c'è variazione dei tassi non c'è impatto, o "trasmissione", sull'**economia reale**.

Dove sono, dunque, gli effetti? Qualcuno c'è, ancorché non di portata storica. In primo luogo, l'annuncio modifica **al ribasso** le aspettative dei tassi futuri e perciò influenza sia i tassi a lungo termine che il cambio euro/dollaro. Segnala inoltre che la Bce vede con sempre maggiore preoccupazione il pericolo della **deflazione** in Europa. A fare un bilancio, notizie più cattive che buone. Quanto all'accusa da parte di alcuni media tedeschi di penalizzare i risparmiatori, questa è fuori luogo se riferita all'annuncio del 7 novembre, che è appunto ininfluenza sui tassi di mercato. Ma è corretta se si riferisce al contesto, europeo e internazionale, di tassi vicini a zero. L'Europa è ancora alla ricerca di una fonte di **domanda** e non la troverà di certo in questa decisione della Bce. Può illudersi di trovarne una traccia nel deprezzamento dell'euro. Non certo in un rilancio del credito bancario. L'unica fonte ragionevole, che Draghi non potrà mai suggerire, è una politica di taglio delle imposte europee o di un piano di **investimenti infrastrutturali** concordato e finanziato da un'emissione di eurobond che non pesi sulle leggi di stabilità dei singoli paesi. Il disavanzo complessivo dell'Europa è troppo basso. E siccome i singoli Stati non lo possono più fare, tocca all'UE trovare i modi e le ingegnosità politiche per metterlo in opera nell'interesse dell'Europa, Germania compresa. Uscire in tempi rapidi dalla deflazione è possibile.

Grafico - Tasso interbancario (Eonia), media mensile (Fonte: Bce)



Il più grande esperimento monetario della storia

Tommaso Monacelli, 08.04.13

La Banca centrale del Giappone ha annunciato un radicale cambio di regime nella propria condotta. Non è una semplice manovra di politica espansiva, è il tentativo di uscire dalla trappola deflazionistica. Sul suo successo non mancano i dubbi. Come risponderanno la Fed e la Banca centrale europea?

CAMBIO DI REGIME

La politica monetaria vive tempi eccezionali. Con l'insediamento del nuovo governatore, la **Banca centrale del Giappone** (BoJ) ha annunciato un radicale cambio di regime nella propria condotta, basato su tre pilastri. Primo, *inflation targeting*: un obiettivo numerico del 2 per cento di inflazione (da perseguire "nel più breve tempo possibile").

Secondo, *quantitative easing*: un'espansione (entro la fine del 2014) del 100 per cento della **base monetaria**. **(1)** Terzo, *qualitative easing*: una ricomposizione del mix di acquisto di titoli in favore di titoli più rischiosi. Considerando l'orizzonte breve in cui verrà attuato, si tratta, potenzialmente, del più ampio esperimento di espansione della quantità di moneta nella storia economica dei paesi sviluppati.

Interpretazioni frettolose descrivono il cambio di regime monetario come una semplice **manovra di politica espansiva**, volta a stimolare l'economia. Come tale, da mettere in contrasto con il presunto vizio di austerità di cui sarebbe vittima la politica economica (monetaria e fiscale) in Europa. Credo invece che il nuovo regime di BoJ si possa comprendere solo a partire dal concetto di **trappola deflazionistica**.

LIVELLO ZERO PER I TASSI DI INTERESSE

Supponiamo che in una economia si diffonda l'aspettativa di una caduta futura della produzione e del reddito (si noti, solo l'**aspettativa**). A sua volta, ciò genera l'aspettativa di un futuro calo dei prezzi (deflazione attesa). In condizioni normali, la politica monetaria reagisce ad

aspettative di deflazione abbassando il tasso di interesse nominale in modo più che proporzionale, per indurre una caduta del tasso reale (la *differenza* tra tasso nominale e aspettative di inflazione). La caduta del tasso reale è stabilizzante, nel senso che stimola consumi e investimenti e quindi neutralizza l'iniziale pessimismo sull'attività economica futura.

Supponiamo invece che abbassare il **tasso nominale** non sia possibile, perché ha già raggiunto il limite inferiore di zero, come in Giappone da circa dieci anni, e negli Usa da tre. In questa situazione, deflazione attesa causa un *aumento* (e non una diminuzione) dei tassi reali. Tassi reali più alti scoraggiano consumi e investimenti, ratificando ex-post proprio quelle aspettative pessimistiche iniziali da cui è partito il ragionamento. In breve, quando i tassi nominali sono al limite inferiore di zero, aspettative di deflazione si *auto-realizzano*, generando una stagnazione prolungata nel tempo di redditi e consumi. La cosa peggiore è che la stagnazione si autoalimenta. Ecco perché è una trappola. Con l'annunciato cambio di regime, la BoJ cerca, in modo vigoroso, proprio di invertire il segno delle aspettative sull'andamento dei prezzi: di passare, cioè, da **deflazione** attesa a **inflazione** attesa. Proprio per interrompere definitivamente il circolo vizioso della trappola deflazionistica.

Trappole deflazionistiche sono quindi possibili solo quando un'economia raggiunge il vincolo dei **tassi a zero**. Perché, allora, una banca centrale decide di arrivarci a tassi zero? Non è un errore madornale di politica monetaria? Alcuni critici spesso argomentano contro l'idea stessa di portare i tassi d'interesse a zero. Generalmente appartengono alla scuola di coloro che ritengono che tassi di interesse "troppo bassi" inducono cosiddette "bolle speculative".

Come per qualsiasi prezzo di mercato, in realtà, definire i tassi di interesse troppo bassi (o troppo alti) non ha alcun senso. Troppo bassi (o alti) rispetto a quale riferimento? Esistono ottime ragioni per pensare che sia in Giappone come negli Stati Uniti (e in Europa) i tassi di interesse, seppur a livello zero, siano in realtà ancora **troppo alti**, anziché troppo bassi. Questo perché le economie sviluppate, dopo lo shock della crisi del 2007-08, aggravata dalla crisi dell'euro, necessiterebbero in realtà di tassi di interesse nominali fortemente

negativi. Poiché ciò non è tecnicamente possibile, tassi a zero continuano, in molti paesi, a essere tuttora troppo elevati. Per altro, tassi nominali a zero per ben dieci anni non hanno alimentato nuove bolle speculative o crisi finanziarie in Giappone.

Il punto quindi non è perché si sia raggiunto il limite inferiore dei tassi a zero. Ciò che li spinge a zero può essere (come per la Fed tra il 2007 e il 2008) il normale tentativo di una banca centrale di rispondere a un iniziale forte shock recessivo. Così forte che necessita, per contrastarlo, di tassi di interesse tanto bassi da diventare negativi. Il punto chiave è che quando l'economia raggiunge questa situazione, il pessimismo sulle condizioni economiche future si auto-realizza. Perciò una trappola deflazionistica è la ragione centrale della **persistenza** della recessione, non della sua insorgenza iniziale.

DUBBI SUL SUCCESSO DELL'ESPERIMENTO

L'esperienza della BoJ è di grande interesse. Una specie di esperimento naturale di teoria monetaria. È destinato ad avere successo? Ho alcuni dubbi, per almeno quattro ragioni.

Primo, per incidere sulle aspettative di deflazione (o inflazione) bisogna essere **credibili**. Non è del tutto chiaro, per ora, se il nuovo regime di *inflation targeting* di BoJ sia da considerarsi un nuovo regime stabile, oppure solo un obiettivo transitorio.

Secondo, semplici nozioni di teoria monetaria ci insegnano che, per indurre un incremento stabile del livello dei prezzi, un aumento della quantità di moneta deve essere **permanente**. È credibile che un aumento del 100 per cento della base monetaria in un orizzonte di un anno e mezzo rimanga permanente?

Terzo, è plausibile supporre che l'effetto sui prezzi di espansioni della quantità moneta dipendano dallo stato dell'economia. Sono facilmente e velocemente inflattive quando l'economia va bene, ma faticano a esserlo quando l'economia è in **stagnazione**. Questo perché aumentare la base monetaria è solo una condizione necessaria perché maggiore quantità di moneta raggiunga il sistema economico. La banca centrale può anche raddoppiare la base monetaria espandendo le riserve bancarie, con acquisti di titoli, di Stato o non, come si appresta a fare la

BoJ. Ma se le **riserve monetarie** continuano a rimanere tali, cioè sotto il materasso della banca centrale, il sistema economico fatica a ricevere credito, inducendo solo deboli impulsi alla domanda di investimenti e consumi, e quindi deboli impulsi ai prezzi. Anche questa è una manifestazione perversa della trappola.

Quarto, dalla metà del 2008 a oggi, con i diversi piani di *quantitative easing*, la **Fed** ha più che triplicato la base monetaria. Gli effetti sull'inflazione sono stati quasi nulli. È interessante notare che la Fed ha sempre difeso questa neutralità sull'inflazione come un punto di forza del proprio programma di acquisto di titoli. Un impatto forte sull'inflazione è invece quello che si aspetta BoJ, ma l'esperimento negli Usa lascia molti dubbi sul fatto che possa essere efficace.

C'è molto fermento nel mondo delle banche centrali. La BoJ sta probabilmente fissando nuovi "standard" di aggressività e creatività. Su questo piano, la Fed ha già dato prova di essere all'altezza. Con una disoccupazione sopra il 12 per cento, una continua contrazione del reddito nominale, una divergenza crescente nel costo di finanziamento delle imprese tra i diversi stati membri e una crisi del debito sovrano sempre alle porte, saprà esserlo anche la **Bce**?

Agli italiani costa anche la disinflazione

Enrico D'Elia, 27.01.09

L'attuale fase di rallentamento dei prezzi potrebbe portare paradossalmente alcune conseguenze negative per le imprese italiane, aggravando gli effetti di una delle peggiori crisi del dopoguerra. I prezzi italiani, infatti, tendono a crescere meno di quelli europei solo quando l'inflazione accelera. Appena le tensioni rientrano, i nostri prezzi scendono meno della media, compromettendo la competitività del paese. Il settore più critico è quello dei servizi, dove ormai è indispensabile smantellare posizioni di rendita ed inefficienze.

Mentre in Europa l'**inflazione** scende rapidamente grazie al crollo del greggio e la crisi dei consumi, in Italia il rallentamento dei prezzi è relativamente più modesto. In meno di un anno, il nostro paese è così passato da un tasso di inflazione inferiore rispetto alla media europea a uno superiore di quasi mezzo punto percentuale. L'inversione di tendenza potrebbe rivelarsi molto pericolosa per la competitività italiana, proprio in un momento in cui il contributo della domanda estera sarebbe prezioso.

SERVIZI, IL PUNTO DEBOLE

Gli ultimi dati non fanno che confermare una delle tante peculiarità del sistema Italia: quando i prezzi crescono molto, generalmente sotto la spinta di qualche shock esogeno, la nostra inflazione riesce a mantenere il passo di quella europea, ma appena le tensioni rientrano, i nostri prezzi tornano a crescere più della media. Se si guarda al **differenziale di inflazione** tra l'Italia e la zona euro, si osserva un restringimento sistematico nelle fasi di forti rincari e un successivo allargamento in quelle di riassorbimento delle tensioni (vedi figura 1). In media, dal 1996 a oggi, ogni riduzione di un punto percentuale dell'inflazione europea ha fatto aumentare il differenziale italiano di circa 3 decimi di punto (vedi tabella 1). È possibile stimare che l'attuale differenziale di mezzo punto percentuale potrebbe essere azzerato solo se l'inflazione europea superasse nuovamente il 3 per cento l'anno, un ritmo chiaramente

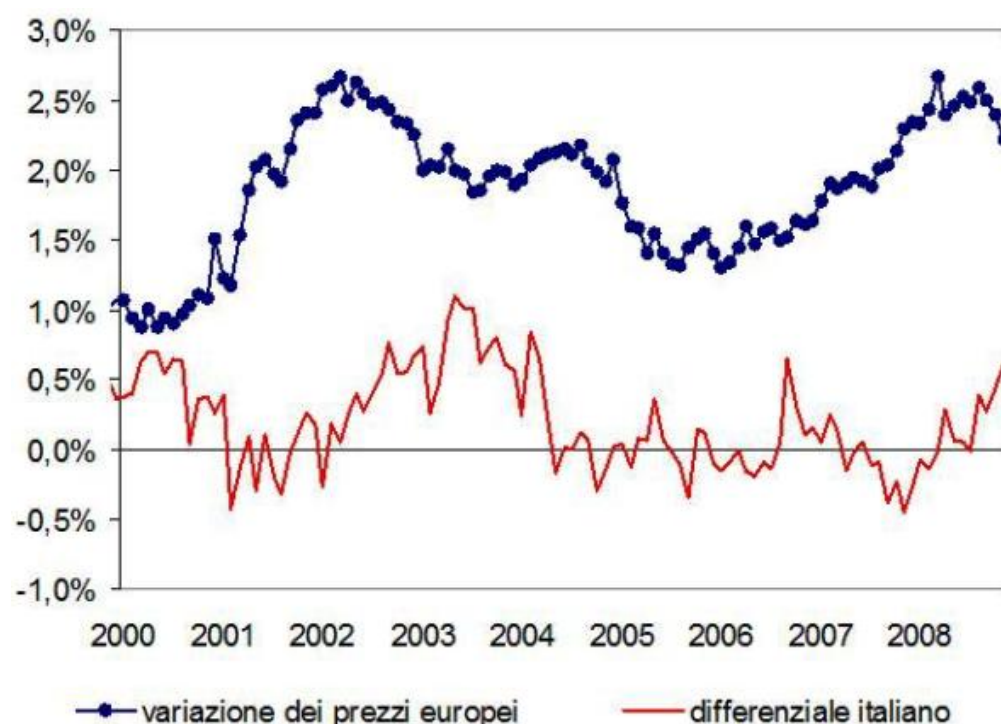
incompatibile con gli obiettivi di stabilità monetaria perseguiti tenacemente dalla Bce.

Non tutti i prodotti seguono questa tendenza. Ad esempio, i prezzi dei **beni industriali** italiani (esclusi i prodotti raffinati) crescono sostanzialmente in linea con quelli europei sia nelle fasi di accelerazione, quando perdono meno di un decimo per ogni punto di inflazione europea, sia in quelle di decelerazione, quando guadagnano appena 4 decimi a punto. Molto diverso è il caso dei **servizi** (vedi figura 2): quando i prezzi accelerano, anche quelli dei servizi italiani vanno più piano di quelli europei, mediamente di 2 decimi per ogni punto di inflazione in più, ma poi recuperano rapidamente quando in Europa i rincari si esauriscono, guadagnando 4 decimi per ogni punto in meno di inflazione europea. Dopo un ciclo di rincari, i consumatori italiani si trovano così a pagare per i servizi lo 0,2 per cento in più per ogni punto di aumento iniziale dell'inflazione. Alla fine dell'ultimo shock petrolifero, che ha portato la crescita dei prezzi dal 2 al 4 per cento circa, il conto per le famiglie potrebbe dunque sfiorare gli 1,7 miliardi di euro l'anno, che corrispondono a quasi 70 euro a famiglia, ovvero a un paio di mesi di ricarica di una social card.

La **scarsa produttività** dei servizi italiani non è sufficiente a spiegare, da sola, simili asimmetrie. Infatti l'accumulo di un differenziale di prezzo così ampio è possibile solo grazie allo scudo offerto da un mercato scarsamente concorrenziale, con forti barriere all'entrata di nuovi operatori e con margini di profitto che garantiscono comunque la sopravvivenza anche delle imprese meno efficienti. Le politiche anticicliche, pur avendo il compito di sostenere l'intera economia, non dovrebbero assecondare queste tendenze, ma, da questo punto di vista, i recenti **provvedimenti** del governo sono piuttosto **contraddittori**. Da un lato, la rottamazione delle imprese commerciali e turistiche meno efficienti, prevista dal decreto anticrisi, sembra un primo passo nella direzione di una pulizia del mercato. Vanno nella stessa direzione anche il *price cap* asimmetrico, ovvero applicabile solo sugli aumenti, sulle tariffe pubbliche e i vincoli all'attività delle aziende municipalizzate, regionali, e così via, i limiti alla commissione di massimo scoperto e la riduzione dei compensi per le società di riscossione. Tuttavia, i crediti

d'imposta su assunzioni e investimenti restano sostanzialmente a pioggia, senza alcun discrimine tra settori e imprese più o meno efficienti e concorrenziali, e aumentano gli aiuti a un settore sostanzialmente monopolistico come le ferrovie. Soprattutto, non si parla più delle politiche di liberalizzazione, timidamente intraprese negli anni scorsi. Anzi, il salvataggio dell'**Alitalia** rischia di assestare un altro duro colpo all'assetto competitivo del trasporto aereo in Italia, come ricordato anche di [recente da Andrea Boitani](#). In queste condizioni, è probabile che i ritardi nell'adeguamento dei prezzi italiani ai ritmi europei restino strutturali e che consumatori e imprese efficienti continuino a essere paradossalmente penalizzati da un rallentamento dell'inflazione.

Fig. 1 – L'andamento dell'inflazione in Italia e in Europa



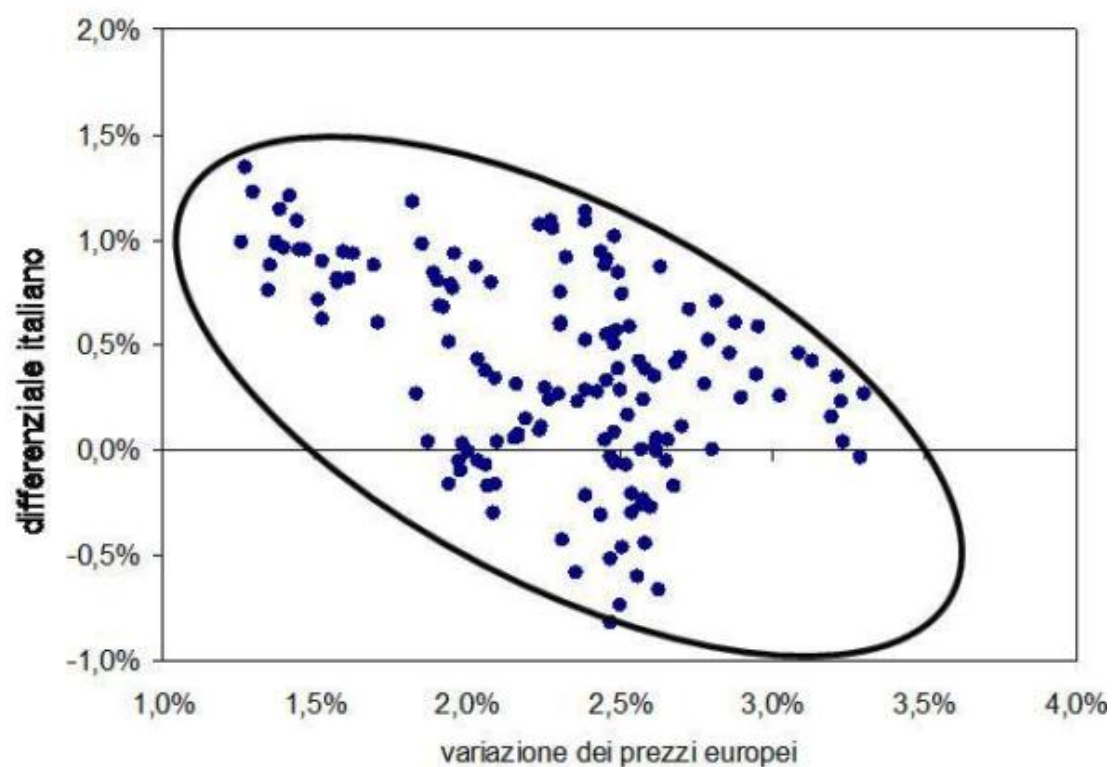
Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat

Tab. 1 - Variazione del differenziale italiano per ogni punto in più di inflazione europea (*)

| Settori | 1997-2008 | Fasi di accelerazione | Fasi di rallentamento |
|-----------------------------------|-----------|-----------------------|-----------------------|
| In complesso | -0,312 | -0,283 | -0,311 |
| Beni industriali (non energetici) | -0,057 | -0,084 | -0,035 |
| Servizi | -0,325 | -0,196 | -0,429 |

(*) *Stime OLS del parametro b nel modello: (differenziale italiano) = a + b (inflazione europea)*

Fig. 2 L'andamento dei prezzi dei servizi in Italia e in Europa



Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat

* Le opinioni espresse in questo articolo sono esclusivamente quelle dell'autore e non impegnano in alcun modo l'istituto di appartenenza.

2009, sfida all'Euro

Barry Eichengreen, 26.01.09

Il 2008 è stato l'anno degli shock finanziari asimmetrici nell'area euro, ma il 2009 sarà quello dello shock economico simmetrico. Tutta Europa scivola in recessione e si profila l'ombra della deflazione. Serve dunque una risposta comune di politica monetaria. Che porti a zero i tassi di interesse e ampli l'offerta di moneta. I paesi che possono permetterselo dovrebbero adottare politiche fiscali espansionistiche. L'anno iniziato con la più grande sfida all'euro potrebbe diventare l'anno della sua salvezza. A patto che i politici agiscano. E nel modo giusto.

Quella che nel 2007 è iniziata come la crisi dei subprime, nel 2008 si è trasformata nella crisi globale del credito, nel 2009 è diventata la **crisi dell'euro**. E c'è chi ora prende in seria considerazione l'ipotesi che un membro dell'area euro, la Grecia per esempio, possa ripudiare il proprio debito. Un evento che non solo danneggerebbe direttamente i bilanci delle singole banche, ma distruggerebbe la **fiducia** nell'intero sistema bancario e finanziario del paese. Nell'impossibilità di ottenere prestiti e di fronte agli immensi costi di ricapitalizzazione delle banche, il paese dovrebbe stampare moneta, ma per farlo dovrebbe abbandonare l'euro e reintrodurre la vecchia moneta nazionale.

DUE ALTERNATIVE

Il paragrafo precedente contiene molte premesse dubbie e non-sequitur logici: non sono pochi ad averlo osservato, da Willem Buiter a Wolfgang Munchau al sottoscritto. In primo luogo, che alla Grecia sia concesso di **ripudiare il debito**, è tutto da vedere. Un'alternativa esiste e consiste nella riduzione della spesa pubblica, nel taglio dei salari e in aiuti finanziari al governo senza soldi in cassa da parte dell'Unione Europea e del Fondo monetario internazionale.

Certo, sarebbe una alternativa assai dolorosa, che non piacerebbe a nessuno, salvo forse al Fmi, che potrebbe approfittare dell'occasione per riaffermare il suo ruolo di "banca" per i paesi sviluppati. Contro i tagli al bilancio e la riduzione dei salari ci sarebbero dimostrazioni di piazza, i

politici perderebbero consensi e i governi cadrebbero. E all'interno dell'Unione Europea non mancherebbero le resistenze a offrire aiuti finanziari agli Stati membri più problematici.

Alla fine, però, tutti ingoierebbero il rospo e andrebbero avanti, proprio come ha fatto il Congresso americano che prima ha tentato il "gran rifiuto", ma poi ha approvato il piano di salvataggio per le banche da 700 miliardi di dollari, mentre all'orizzonte si profilava il disastro.

È vero che se la crisi attuale ci ha insegnato qualcosa è che non si dovrebbe mai sottovalutare l'abilità dei politici di fare la cosa sbagliata. Ma anche il più cieco dei politici può vedere che cosa è in ballo oggi: gli investitori fuggirebbero in massa dalle banche e dai mercati del paese che prendesse in considerazione l'ipotesi di **abbandonare l'euro**. Per quanto grave la crisi, i politici si renderanno pur conto che il tentativo di sganciarsi dall'euro, la renderebbe solo peggiore.

Altra lezione della crisi è che gli shock finanziari possono diffondersi in modo imprevedibile. Nessuno sa se il default della Grecia darebbe luogo a un crollo dei prezzi dei titoli di Stato irlandesi o italiani, facendo precipitare quei paesi in una piena crisi di debito pubblico e di sistema bancario. Ma nessuno vuole scoprirlo. Così, alla fine, l'Unione Europea dovrà superare la sua avversione ai salvataggi.

UN ERRORE L'ADOZIONE IRREVERSIBILE DELL'EURO?

Dunque, l'area euro resterà unita perché la decisione di entrare a farne parte è sostanzialmente irreversibile: **uscirne è impossibile** senza dar luogo alla più grave crisi finanziaria che si possa immaginare, un rischio che nessun governo può permettersi di correre.

Ma allora entrare nell'euro è stato un errore fin dall'inizio? Gli argomenti di chi era contrario all'unione monetaria si fondavano sull'esistenza di **crisi asimmetriche**: gli shock negativi che colpiscono alcuni paesi, e non altri, sono di gran lunga prevalenti e dunque era imprudente rinchiudere tutti in un'unica politica monetaria. Se gli shock asimmetrici avessero colpito paesi fortemente indebitati, questi non avrebbero avuto alcuna possibilità di utilizzare le politiche fiscali per stabilizzare la situazione. E senza meccanismi per affrontare simili situazioni, come un sistema di trasferimenti tra Stati, sarebbe rimasta la sola opzione di anni

di deflazione e di disoccupazione a due cifre. Più prudente sarebbe stato invece permettere ai paesi indebitati di mantenere la possibilità di ridurre il tasso di cambio invece dei salari, per realizzare molto più facilmente quei miglioramenti di competitività così disperatamente necessari. È il classico argomento di buon senso a sostegno della **flessibilità dei cambi**.

E in parte, quello cui stiamo assistendo oggi è un chiaro shock finanziario asimmetrico. Paesi come la Grecia con problemi di debito e di deficit sono stati ora individuati dagli investitori che scappano da qualsiasi cosa emani il minimo sentore di rischio. Così come i paesi con le **bolle immobiliari** più pronunciate, l'Irlanda e la Spagna per esempio, soffrono la recessione più grave, ora che le bolle si sgonfiano e i problemi si diffondono all'intero sistema finanziario. Sono gli spread sui loro titoli di Stato a essere schizzati verso l'alto, è là che la produzione è caduta di più ed è là che la necessità di tagli ai salari è più acuta. L'unico mistero è perché gli investitori abbiamo impiegato così tanto tempo ad accorgersi di questi problemi, perché non abbiano individuato questi paesi sei mesi o un anno fa?

SHOCK FINANZIARI ASIMMETRICI E SHOCK ECONOMICI SIMMETRICI

Più passano i giorni e più è chiaro che il vero grande problema è lo shock economico negativo che colpisce l'intera area euro. I diversi paesi dell'area possono aver sofferto in modo diverso le turbolenze finanziarie, ma ora sperimentano tutti allo stesso modo le turbolenze economiche: tutti affrontano un crollo della crescita. La Germania, che pensava di essere immune alla crisi economica, vede ora crollare le esportazioni. E vede crescere la disoccupazione, che può essere finora contenuta, ma è la punta dell'iceberg, e non c'è più alcun dubbio sulla quantità di ghiaccio che sta sotto la superficie.

Questo **shock è simmetrico**: interessa tutti i membri dell'area euro. E ciò significa che è appropriata una **risposta comune** di politica monetaria. Aumenteranno le pressioni sulla Bce perché riduca a zero i tassi di interesse, aumenti l'offerta monetaria e permetta al tasso di cambio dell'euro di indebolirsi. (Una parte dell'aggiustamento, quest'ultima, che già inizia a verificarsi, senza che ci sia stato alcun intervento della Bce).

Ora che la recessione e la deflazione incombono sull'area euro, questa è la risposta su cui tutti i membri dovrebbero trovarsi d'accordo e che può essere accompagnata da stimoli fiscali. E tanto meglio se sono i paesi con posizioni di bilancio relativamente più forti, come la Germania, ad applicarli in misura più ampia: il risultato sarà un aiuto dall'esterno, più che necessario, ai loro vicini più pesantemente indebitati e senza un soldo.

COSA DOVREBBE FARE LA BCE

Ovviamente, l'assunzione necessaria di tutto ciò è che i politici facciano la cosa giusta. La **Bce** dovrà abbandonare la sua ossessione per l'inflazione, ridurre a zero i tassi e ampliare l'offerta di moneta.

La **Germania** dovrà liberarsi della fobia del deficit e applicare quello stimolo di bilancio di cui il paese, e tutta l'area euro, ha così disperatamente bisogno. Dopo aver a lungo opposto un ostinato rifiuto, entrambe si muovono ora nella giusta direzione, ma non c'è tempo da perdere.

Se il 2008 è stato l'anno dello shock finanziario asimmetrico, il 2009 è l'anno dello shock economico simmetrico. E proprio come quello appena passato è stato l'anno che più ha messo a rischio l'euro, questo può essere l'anno della sua salvezza. Perché ciò accada, però, i politici devono agire.

Un uomo solo contro la deflazione

Francesco Daveri, 17.12.08

La discesa dei prezzi di oggi potrebbe trasformarsi in deflazione e aggravare così la crisi. E' il timore di Ben Bernanke, che per questo ha portato il Fed Funds Rate quasi a zero, per dare fiato ai consumatori e agli investimenti. Ma il presidente della Fed è anche l'unico a combattere questa battaglia. Perché gli Stati Uniti sono nel periodo di transizione fra due presidenti e l'Europa si muove con una lentezza da pachiderma. Soprattutto per la posizione della Germania.

Nell'economia americana, da due mesi, i **prezzi scendono** anziché salire come era sempre successo da decenni a questa parte. Prima, meno 1 per cento in ottobre, ora meno 1,7 per cento in novembre.

LA FED TAGLIA FINO A ZERO

I consumatori che non hanno perso il loro posto di lavoro vedono la cosa con sollievo. E infatti alla fine di novembre hanno riempito i negozi d'America per approfittare degli sconti e dei saldi anticipati. Quest'anno, però, negli Stati Uniti le luminarie natalizie sono state accese in ottobre. Per questo Ben Bernanke, il capo della Fed, si è spaventato. Lui che ha studiato la Grande Depressione degli anni Trenta e la stagnazione del Giappone, teme che la discesa dei prezzi di oggi si trasformi in **deflazione**, cioè in un processo di riduzione generalizzata dei listini che, prima o poi, indurrebbe i consumatori a spostare al domani anziché all'oggi i loro acquisti di auto, elettrodomestici e altri beni durevoli, dunque contribuendo a un peggioramento della crisi. Ecco perché Bernanke ha deciso di tagliare il tasso di base (il Fed Funds Rate) per il mercato interbancario americano quasi fino a zero. Per dare fiato ai consumatori e agli investimenti e combattere così il rischio di deflazione.

E DOPO?

Arrivati fino a zero, però, i tassi non potranno più scendere. Qualcuno si chiede: cosa succede, cosa farà a quel punto Bernanke, se arriva qualche

altra brutta notizia e la crisi peggiora ulteriormente? Nessuno purtroppo ha una risposta certa alla domanda. Per ora Bernanke ha fatto intendere che la Fed non ha ancora sparato tutte le sue cartucce. Potrebbe infatti mettersi ad acquistare **titoli pubblici** a più lungo termine, in tal modo contribuendo a mantenere bassa l'aspettativa sul livello dei tassi di interesse anche per il futuro, non solo per oggi. [Queste misure](#) possono avere un'efficacia, ma sono state poco utilizzate in passato se non in Giappone.

Di sicuro, c'è che Bernanke è oggi l'unico giocatore in campo contro la deflazione. George W. Bush è già fuori campo, mentre il sostituto Barack Obama si sta solo scaldando i muscoli e non può entrare in gioco fino al 20 gennaio. E in **Europa**, la Bce si muove con una lentezza da pachiderma. Intanto, i governi europei annunciano e annunciano, ma alla fine fanno poco. In definitiva perché la signora Merkel non vuole presentarsi alle elezioni come una che non rispetta i vincoli di bilancio e quella tedesca ha per ora meno bisogno di interventi eccezionali delle altre economie europee. E così oggi non ci rimane che il soldato Bernanke. Da solo, non potrà vincere la guerra contro la deflazione, però.

Più coraggio contro la deflazione

Francesco Daveri, 25.11.08

L'effetto benefico della deflazione sul potere d'acquisto dei consumatori è solo temporaneo e non deve far dimenticare gli effetti nefasti di più lungo periodo. Le famiglie devono perciò riprendere a consumare, consentendo alle aziende di assumere e investire. I paesi europei con i conti in ordine dovrebbero varare al più presto un'espansione fiscale che aumenti il reddito netto dei consumatori sottoposti a più stringenti vincoli di liquidità e con la più alta propensione al consumo. Tra questi Stati non c'è l'Italia, che però beneficerebbe di un aumento delle esportazioni.

Nell'ottobre 2008, l'indice dei prezzi al consumo nell'economia americana è aumentato del 3,7 per cento su base annua, cioè nell'ottobre 2008 rispetto all'ottobre 2007. Nell'area euro, l'**inflazione** è al 3,2 per cento, con un valore un po' più alto in Italia dove i prezzi al consumo sono aumentati del 3,5 per cento rispetto allo stesso mese del 2007. Da un anno a questa parte i prezzi sono dunque mediamente aumentati, tra l'altro, più di quanto fossero aumentati tra l'ottobre 2007 e lo stesso mese del 2006. Colpa dell'aumento dei prezzi del petrolio, degli alimentari, dei metalli nei primi sette mesi dell'anno.

L'INFLAZIONE CHE DIVENTA DEFLAZIONE

L'inflazione è stata però in calo graduale ovunque negli ultimi tre mesi. I dati congiunturali per l'ultimo trimestre, da agosto ad ottobre 2008, raccontano infatti una storia molto differente rispetto a quella dei mesi precedenti. I prezzi al consumo nell'economia americana sono diminuiti addirittura dell'1 per cento nel mese di ottobre, dopo essere rimasti fermi in settembre e dopo una marginale riduzione anche nel mese di agosto rispetto ai livelli di luglio. Nell'area euro e in Italia, i prezzi sono rimasti fermi in ottobre. Ma una semplice analisi statistica che calcoli la componente stagionale dell'inflazione europea e italiana può mostrare che il mese di ottobre è tradizionalmente un mese "inflazionistico", in cui cioè i prezzi al consumo di solito aumentano di qualche decimo di

punto percentuale in più rispetto al loro andamento medio. Se i prezzi sono stati fermi in ottobre, ciò è di per sé indice di **raffreddamento** della dinamica inflazionistica. In settembre e in agosto, invece, l'indice dei prezzi nell'area euro e in Italia era invece sceso di qualche decimo di punto percentuale rispetto ai rispettivi mesi precedenti. Insomma, la deflazione, il processo generalizzato di riduzione dei prezzi, sta oggi diventando una realtà di cui valutare le conseguenze. I **venti deflazionistici** sono stati portati dal rallentamento indotto nell'economia mondiale dalle restrizioni del credito (il "credit crunch") dovute alla crisi dei mutui che pian piano si sta trasmettendo al resto dell'economia americana e all'Europa.

GLI EFFETTI DELLA DEFLAZIONE

La deflazione è un fenomeno di riduzione generalizzata e continuata del livello generale dei prezzi. Inizialmente, però, quando non ha ancora influenzato le aspettative sull'andamento futuro, la riduzione dei prezzi è un fenomeno positivo, come hanno sottolineato anche [molti commenti a un articolo precedente](#). La deflazione porta infatti un po' di respiro a consumatori vessati da anni di inflazione e con redditi che non reggevano il ritmo di crescita dei prezzi.

Ma l'effetto benefico della deflazione sul **potere d'acquisto** dei consumatori è solo temporaneo e non deve quindi far dimenticare i suoi effetti nefasti di più lungo periodo. Se infatti si diffonde nell'economia l'idea che i prezzi si ridurranno non solo oggi, ma anche in futuro, allora i consumatori potranno essere indotti a **rinviare sistematicamente** i loro acquisti di beni durevoli (automobili, elettrodomestici, computer), tenendosi invece in tasca il denaro contante. Non solo, le aziende con la prospettiva di veder scendere i loro prezzi di vendita e quindi i loro margini di profitto, saranno indotte a fare pressione sui sindacati per ottenere riduzioni nel livello dei salari, in assenza delle quali faranno più facilmente ricorso ai licenziamenti. A loro volta, la eventuale riduzione dei salari e/o l'aumento della **disoccupazione** potrebbe avvitare ulteriormente l'economia in una spirale di recessione e ulteriore deflazione. Insomma, un disastro.

LE POLITICHE CONTRO LA DEFLAZIONE

Contro la deflazione bisogna fare in modo che le famiglie riprendano a consumare, consentendo alle aziende di assumere e investire. Per ottenere questo risultato, è venuta l'ora di mettere da parte le timidezze: i **paesi europei** che se lo possono permettere, dovrebbero varare al più presto un'espansione fiscale che aumenti il reddito netto nelle tasche dei consumatori sottoposti a più stringenti vincoli di liquidità e con la più alta propensione al consumo, quelli a basso e medio reddito. La lista dei paesi che si possono permettere un'**espansione fiscale** che porti a un peggioramento del deficit pubblico è per fortuna lunga e include i "piccoli" paesi scandinavi, Belgio, Olanda e Lussemburgo, ma anche Germania, Spagna, Regno Unito e Irlanda. Tutti questi paesi hanno i conti pubblici relativamente in ordine, vuoi perché presentano un basso valore del deficit pubblico vuoi perché, come nel caso del Regno Unito e dell'Irlanda, partono da livelli di debito pubblico al di sotto del 50 per cento del Pil. Insieme, rappresentano più del **60 per cento del Pil** dell'Unione Europea a 27. Una loro espansione fiscale coordinata si tradurrà in più elevati volumi del loro Pil, ma anche in maggiori importazioni dagli altri paesi europei, di cui potranno beneficiare anche quegli Stati che l'espansione fiscale non si possono permettere, cioè la **Francia**, che parte da un livello del deficit già molto vicino al 3 per cento, e l'**Italia** che associa un elevato livello del deficit del 2,5 per cento del Pil con il debito pubblico più alto d'Europa. Sarebbe dunque bene che l'Italia limitasse la sua azione a politiche espansive neutrali sul bilancio pubblico: per evitare che l'eventuale incremento del deficit porti a un nuovo aumento del differenziale tra Btp e Bund e che, a seguire, le famiglie italiane si trovino a dover restituire con più elevati interessi sui mutui gli eventuali bonus fiscali non coperti da nuova tassazione o da riduzioni di spesa.

Venti di deflazione

Francesco Daveri, 19.09.08

I consumatori italiani si preoccupano molto dell'inflazione. Invece nei prossimi mesi il pericolo da cui l'Italia e l'economia mondiale in generale dovranno guardarsi potrebbe essere la riduzione generalizzata dei prezzi. I venti deflazionistici soffiano sulla scia del rallentamento indotto dalle restrizioni del credito seguite alla crisi dei mutui che pian piano si sta trasmettendo a tutta l'economia americana prima e poi all'Europa. Ma di deflazioni non se ne sono più viste dopo gli anni Trenta. Ed è particolarmente difficile combattere un fenomeno che non si conosce.

I **prezzi** sono oggi alti come non mai e la gente si mette al riparo contro i rincari. Ma tra qualche mese le cose potrebbero essere molto diverse. Potrebbe essere la **deflazione**, la riduzione generalizzata dei prezzi, il pericolo da cui l'Italia, ma soprattutto l'economia mondiale, potrebbe dover guardarsi. E dovrà farlo in particolare perché di deflazioni non se ne sono mai viste dopo gli anni Trenta: è quindi particolarmente difficile combattere un fenomeno che non si conosce.

INFLAZIONE FINO A OGGI

Voli aerei: +41 per cento. Pasta: +26 per cento. Gasolio: +24 per cento. Pane +12 per cento. Ecco i rincari più elevati registrati in Italia nell'agosto 2008 rispetto allo stesso mese del 2007. Per fortuna, nello stesso periodo di tempo, i prezzi delle comunicazioni, che hanno un peso ormai elevato nella spesa degli italiani, sono scesi del 4 per cento e quelli dei servizi sanitari sono rimasti fermi. Facendo la media di tutti i prodotti acquistati dagli italiani, viene fuori un tasso di inflazione dei prezzi al consumo pari al **4,1 per cento**, uguale a quello registrato nel luglio 2008. Contro questi numeri, i consumatori scendono in piazza per dire "no al carovita" e chiedono al governo il blocco di prezzi e tariffe fino al giugno 2009 e sanzioni per scuole e insegnanti che non rispettino i tetti di spesa ministeriali per i libri di testo. Contro il carovita, nel cortile del consorzio agrario di via Ripamonti a Milano, decolla il Farmer market che rimarrà

aperto tutti i mercoledì fino a Natale. Lunghe file di macchine per accedere al parcheggio e code alle macchine distributrici di latte fresco “un litro, un euro” e alle bancarelle.

Tutto ciò, l’inflazione, le code, le richieste di mettere tetti agli aumenti dei prezzi, tra pochi mesi, potrebbe però essere solo un ricordo del passato.

LA DEFLAZIONE

Già a partire da luglio, infatti, su molti mercati è il vento della riduzione dei prezzi, della “deflazione”, a soffiare, non quello dell’inflazione. Quella che osserviamo nei dati di oggi è una **combinazione** tra le tendenze del passato (gli aumenti dei prezzi fino a luglio) e la loro discesa da luglio a oggi. Il prezzo della benzina verde è, infatti, calato del 4 per cento in agosto rispetto a un mese prima. Se però guardiamo al suo aumento su base annua (agosto 2008 su agosto 2007) troviamo un +10 per cento. Ed è questo +10 che fa scendere in piazza i consumatori. Lo stesso per il gasolio: il +24 per cento su base annua agosto su agosto incorpora già la riduzione del prezzo del gasolio del 5 per cento dell’agosto 2008 rispetto al luglio 2008. Lo stesso vale per praticamente tutte le altre materie prime i cui mercati hanno fatto il giro di boa e hanno cominciato a mostrare andamenti decrescenti.

La riduzione dei prezzi degli alimentari si associa a quella dei valori azionari e del mercato immobiliare, che sono cominciate molto prima e che sono però pienamente in atto in questi giorni in cui un giorno fallisce una banca con un giro d’affari di centinaia di miliardi di dollari come Lehman Brothers e un altro giorno viene salvata dalla Fed, con un’iniezione di 85 miliardi di dollari, una società di assicurazione gigante come Aig (American International Group) di cui il cittadino medio non aveva mai sentito parlare.

I venti deflazionistici sono stati portati dal rallentamento indotto nell’economia mondiale dalle restrizioni del **credito** dovute alla crisi dei mutui, che pian piano si sta trasmettendo al resto dell’economia americana prima e poi all’Europa.

PERCHÉ SAREBBE UNA BRUTTA BESTIA

Se si va su Wikipedia si trova la definizione di deflazione: “il processo di riduzione generalizzata del livello generale dei prezzi”. Ma la verità è che nessuno sa esattamente cosa voglia dire la parola “deflazione”. Chi li ha mai visti scendere i prezzi di tanti mercati tutti insieme? Nessuno che non sia nato negli anni Venti e che quindi possa ricordare i tempi della Grande Depressione, la quale peraltro si manifestò più fortemente in America e in Inghilterra che in Italia. Nel secondo dopoguerra, a fianco di qualche prezzo che scendeva (come quello dei computer o dei semiconduttori negli ultimi venticinque anni) ce ne sono stati sempre tanti altri che salivano in modo da produrre un perenne aumento del livello generale dei prezzi.

Ma le cose cambiano o almeno potrebbero essere cambiate. E, infatti, Mario Draghi, il governatore della Banca d'Italia, in questi giorni non ha parlato del pane e della pasta. Ha invece detto preoccupato: “Attenti alla deflazione”. Di per sé, in realtà, con i livelli dei prezzi della pasta, del pane e del latte di oggi, verrebbe da dire che un po' di deflazione farebbe solo bene. Anzi, certamente ci lamentiamo che le riduzioni del prezzo del petrolio si trasferiscano troppo lentamente sul prezzo della benzina. Di “deflazione” ne vorremmo vedere di più. Ma la deflazione non è la riduzione del prezzo del pane e della pasta: è la riduzione di **tutti i prezzi**, compreso quello del lavoro, per esempio. In una situazione in cui i produttori vedono scendere i prezzi di vendita dei loro beni, per rimanere competitivi, hanno bisogno che scenda il **livello dei salari**, come dicono gli economisti, in termini nominali, cioè che uno stipendio che ieri era di 1.000 euro scenda a 980 euro. Non basta che rimanga fermo a 1.000. A tutto ciò il nostro sistema di relazioni industriali e, si potrebbe dire, la nostra società non è minimamente preparato.

Fanno bene in questi giorni i governatori delle banche centrali a tentare di opporsi ai venti deflazionistici salvando qui e là le istituzioni bancarie il cui fallimento metterebbe nei guai troppi consumatori e risparmiatori ignari e incolpevoli. Perché, come insegna la storia dell'economia giapponese, in stagnazione e deflazione da quindici anni a questa parte, quando entri nella sua trappola, uscirne non è tanto facile.

