

LA DEFLAZIONE PROSSIMA (S)VENTURA?

di Antonio Ribba
16 gennaio 2009

Nelle ultime settimane la possibilità di una deflazione è entrata nei radar dell'economia mondiale. Indubbiamente il rischio è presente ma, almeno al momento, non è elevato in quanto il calo dell'inflazione negli ultimi 5 mesi è da attribuire principalmente alla violenta caduta delle quotazioni di petrolio e di altre importanti materie prime. In una prospettiva di medio periodo, valutare le probabilità di deflazione equivale ad interrogarsi sulla efficacia delle risposte alla crisi mondiale finora offerte da governi e banche centrali.

LE DIFFICILI CONDIZIONI DELL'ECONOMIA MONDIALE ED EUROPEA

Sulla base dei dati finora acquisiti il quarto trimestre del 2008 si profila come il peggiore dell'anno, con una contrazione del prodotto aggregato intorno al 5% annualizzato per gli Stati Uniti ed intorno al 3,5% per l'area europea (rispettivamente, -1,25% e -0,9% in termini di variazione trimestre su trimestre). Il prossimo anno, purtroppo, avrà ancora segno negativo e sarà probabilmente archiviato per l'economia globale come il peggiore dalla fine della seconda guerra mondiale, con una crescita media negativa, sia per l'area euro che per gli USA, che potrebbe essere compresa tra -1,5 e -2,5 percento. Inoltre, la recessione sta ugualmente colpendo altri importanti paesi tra i quali Giappone, Regno Unito, Canada e Russia, mentre le stime di crescita per Cina e India, seppur tuttora positive, subiscono sistematiche revisioni al ribasso.

L'esperienza di passate recessioni, statunitensi ed europee, o anche l'applicazione di semplici relazioni che collegano le variazioni del Pil alle variazioni del tasso di disoccupazione,⁽¹⁾ suggeriscono un possibile aumento del tasso di disoccupazione, nell'arco dei prossimi 12 mesi, fino ad un livello del 9%. In termini di numero di lavoratori, ciò significa il possibile materializzarsi di almeno altri due milioni di disoccupati nel corso del 2009, sia negli Stati Uniti che in Europa. In quest'ultima area, all'incirca la metà dei nuovi disoccupati dovrebbe essere concentrata in due soli paesi, Germania e Italia.

Per quanto riguarda la variazione dei prezzi, è in atto nel mondo una veloce disinflazione e nel giro di pochi mesi vedremo approssimarsi il tasso di crescita zero nella dinamica dei prezzi al consumo. Alla radice della disinflazione vi è ovviamente la recessione mondiale ma occorre sottolineare che la particolare rapidità della caduta dell'inflazione è in gran parte attribuibile al collasso delle quotazioni del petrolio. In sostanza, abbiamo osservato negli ultimi 5 mesi una nemesi nell'andamento del prezzo delle materie prime che sta compensando, con brutalità non dissimile, gli eccessi della precedente fase ascendente. LE PROSPETTIVE DELL'INFLAZIONE

Il tasso d'inflazione calcolato sulle variazioni dei prezzi al consumo ha toccato i valori massimi nel luglio 2008, con il 4,1% nell'area euro ed il 5,6% negli Stati Uniti, per poi flettere velocemente nei mesi successivi.

Addirittura, negli USA il dato di novembre mostra un crollo del tasso di variazione annuale all'1%. Tuttavia, se si guarda alla dinamica dell'inflazione "core", ovvero all'andamento dell'indice dei prezzi al consumo depurato dalle componenti volatili rappresentate da energia e alimentari, si nota che la danza del tasso d'inflazione è stata assai più moderata. In Europa, questa misura dell'inflazione di fondo è stata poco al di sotto del 2% per gran parte del 2008, toccando questo limite nel solo mese di marzo. L'ultimo dato disponibile, relativo al mese di novembre, indica un valore dell'1,9%. Quindi, almeno se si guarda a questo indicatore, l'andamento dell'inflazione non è mai stato superiore negli ultimi 12 mesi alla soglia ritenuta di allarme da parte della Bce. In effetti, val la pena osservare, che laddove la banca centrale avesse guardato alla "core inflation" come ad un indicatore di tendenza, essa avrebbe potuto evitare l'errata decisione di rialzare i tassi d'interesse nel meeting del luglio scorso⁽²⁾.

In realtà, la scelta di restrizione monetaria adottata in luglio è stata dettata soprattutto dal segnale rialzista proveniente dalle aspettative d'inflazione. Alcuni indicatori, ad esempio i movimenti nei rendimenti dei titoli alle diverse scadenze e le periodiche rilevazioni presso esperti del settore privato nell'area euro, indicavano che tra maggio e giugno 2008 le attese di inflazione per il 2009 erano salite al di sopra della soglia del 2%. Tuttavia, la più recente "Survey of Professional Forecasters", a cura della Bce ed i cui risultati sono stati pubblicati nel bollettino di novembre, ha mostrato una sensibile caduta delle previsioni d'inflazione per i 12 mesi successivi, oltre che una drastica revisione al ribasso delle prospettive di crescita dell'economia europea. Data anche l'elevata volatilità di questa fase, l'utilità di queste rilevazioni a fini di orientamento delle scelte di politica monetaria appare relativamente limitata: la scelta consentita, perfino agli esperti, dall'incerto contesto economico è quella di estrarre dai dati passati l'informazione utile per prevedere il futuro. In sostanza, in questa fase recessiva e volatile, si effettua un mesto aggiornamento delle previsioni macroeconomiche in perfetto stile "backward looking".

Il secondo grafico evidenzia come la caduta dell'inflazione complessiva sia stata ancor più accentuata negli Stati Uniti e di particolare violenza negli ultimi due mesi. Tuttavia, ancora una volta, va notato che l'ampiezza

del movimento dell'inflazione di fondo è stata più moderata, con una caduta di mezzo punto percentuale, dal valore massimo del 2,5% in agosto.

Riassumendo questa parte: l'inflazione complessiva ha andamento piuttosto erratico, soprattutto in concomitanza con periodi di forte oscillazione del prezzo delle materie prime e, quindi, ha poco senso porre enfasi sulle contrazioni mese su mese dell'indice generale per inferire che una deflazione generalizzata, ovvero una fase di prolungata caduta del livello medio dei prezzi, incombe sull'economia mondiale. Nel corso del 2009 si manifesteranno, probabilmente, sia in Europa che negli Stati Uniti (con una spinta più forte in quest'ultima area) periodi di crescita negativa dei prezzi al consumo, ma un segnale di possibile deflazione dovrà essere estrapolato da una eventuale, netta discesa sotto l'1% del tasso di variazione su 12 mesi dell'indice dei prezzi con esclusione delle componenti volatili.

RISCHIO DI DEFLAZIONE E SCELTE DI POLITICA ECONOMICA

Il rischio di una deflazione generalizzata si collega al seguente quesito: ci sono possibilità che l'attuale recessione mondiale si estenda a tutto il prossimo biennio, abbracciando così anche il 2010 e quindi trasformandosi in una semi-depressione? Purtroppo, a questo stadio, la risposta deve essere che questa possibilità non può essere del tutto esclusa, data anche la persistente sottovalutazione della crisi da parte dei governi di alcuni importanti paesi. In particolare, nel contesto europeo, il governo tedesco conserva la pericolosa convinzione che l'economia globale sia all'interno di una (più o meno) classica recessione e che, una volta purgato il sistema dagli eccessi e dagli errori accumulati nella precedente espansione, si tornerà su uno stabile sentiero di crescita di lungo periodo.

Non tutte le crisi economiche del dopoguerra hanno avuto caratteri keynesiani. Per esempio, la recessione mondiale degli anni settanta fu accompagnata da simultanei aumenti dell'inflazione e fu originata da shocks negativi sul lato dell'offerta aggregata. In quel contesto, i tradizionali rimedi di politica fiscale e monetaria si rivelarono inadatti, in quanto lo stimolo che questi fornivano alla domanda aggregata provocava un aggravamento dei problemi d'inflazione. Inoltre, veniva sottovalutata dalle autorità monetarie la possibilità di un cambiamento persistente del tasso di disoccupazione di medio-lungo periodo.

Invece, quella in corso è, a tutti gli effetti, una crisi dalla natura profondamente keynesiana, nella sua sequenza di: (a) caduta della domanda reale di beni nel settore privato dell'economia; (b) successiva

amplificazione della caduta derivante dalle difficoltà del settore finanziario; (c) rischi di ulteriori crolli nella domanda aggregata per effetto della reciproca causazione cumulativa tra settore reale e finanziario dell'economia.

In sintesi, il quadro d'insieme che prefigura, se affrontato in modo inadeguato come negli anni trenta del secolo scorso, il passaggio da una seria recessione ad una depressione economica.

La ricetta possibile in questi contesti consiste nell'offrire sostegno all'economia attraverso la domanda pubblica. Non è peraltro necessario che tutto ciò debba tradursi in "keynesismo grossolano", come sembra temere il ministro delle finanze tedesco Steinbrück. È infatti probabile che, prima di giungere a progettare autostrade che consentano il collegamento della Terra a Marte, ci sia ancora la possibilità di individuare investimenti pubblici, nei vari paesi, che mentre rimettono in moto il sistema economico forniscano contemporaneamente infrastrutture utili per la crescita futura, sia economica che sociale.

Quel che si rende necessario per evitare che le forze cumulative della crisi prendano il sopravvento è un vero e proprio contro-shock positivo, e di dimensioni rilevanti, sulla domanda aggregata. Il centro del dibattito non è più se serva uno stimolo di uno ovvero di due punti percentuali in termini di Pil; nel prossimo biennio, e incominciando subito dai primi mesi del 2009, si deve mettere in campo un intervento pubblico sull'ordine del 5-6% di prodotto complessivo. Il che vuol dire, all'incirca, uno sforzo aggiuntivo euro-americano non inferiore ai mille e duecento miliardi di euro. Il riferimento al biennio dipende anche dalla considerazione che un impegno di tale entità non può essere progettato e soprattutto attuato, nella sua interezza, in pochi mesi. L'implicazione è il dover sopportare, almeno per alcuni anni, consistenti aumenti dei disavanzi pubblici. È pronta la Cancelliera Merkel ad accettare che il deficit tedesco si spinga fino al 5-6% in virtù di questi interventi pubblici? Probabilmente no, ma occorre davvero fare attenzione al rischio che una crisi profonda e prolungata non spinga comunque il disavanzo verso quei livelli, in conseguenza del crollo delle entrate e dell'inevitabile sostegno a imprese in fallimento ed a lavoratori che perdono l'occupazione.

Uno dei punti di forza dell'economia tedesca è nella capacità di esportazione verso i mercati esteri ma, nel pieno di una recessione mondiale, quale paese potrà aumentare le importazioni di merci tedesche? Il governo dovrà rassegnarsi all'idea di una riduzione del surplus commerciale nei prossimi anni. È vero che in tal modo fornirà uno stimolo alle esportazioni di altri paesi, sia nell'area euro che altrove, ma se avrà salvato se stesso da una depressione economica, allora l'obiettivo primario sarà stato raggiunto. Al di fuori dell'Europa, la Cina si trova in una condizione simile, cioè nella necessità di aumentare la domanda interna ma, occorre dire, in quel paese le autorità di governo sembrano assai più preoccupate della crisi mondiale di quanto non si osservi in Germania.

Il fronte attuale e futuro degli interventi di politica economica è soprattutto quello fiscale, in quanto le banche centrali in tutto il mondo hanno ormai lanciato quasi tutte le frecce nel loro arco e, del resto, un altro importante insegnamento keynesiano è che quando la sfiducia è profondamente diffusa e quindi i compratori si ritirano dal mercato, una politica monetaria espansiva, seppur aggressiva, potrebbe mancare l'obiettivo di stimolare la spesa.

In verità, a dispetto della riduzione dei tassi varata dalla Bce il 15 gennaio, qualche freccia rimane ancora a disposizione nell'area europea. Infatti, quando importanti banche centrali suonano la sinfonia del tasso di interesse zero, Federal Reserve e Bank of Japan in primis, con la Banca d'Inghilterra in arrivo, mantenere i tassi a breve termine al 2% ha, tra le altre possibili controindicazioni, un potenziale effetto di restrizione sulla domanda aggregata via apprezzamento del tasso di cambio. Quindi, appare necessaria una ulteriore e rapida riduzione dei tassi d'interesse nell'area europea, verso la soglia dell'1%.

Laddove la combinazione di disavanzi pubblici in crescita e tassi d'interesse a picco non dovesse bastare a frenare la caduta dell'inflazione e delle aspettative future, allora le banche centrali dovranno passare velocemente alla fase finale della sfida contro la deflazione: monetizzare i debiti pubblici comprando direttamente titoli di stato a lungo termine. Per quanto in Europa questa strategia appaia complicata, sia per la presenza di regole stringenti sull'autonomia della banca centrale che per l'esistenza di più stati sovrani in condizioni differenti per stock di debito pubblico accumulato in rapporto al prodotto, il rebus è comunque risolvibile con un intervento della banca centrale sul mercato secondario dei titoli di stato che tratti in maniera neutrale i diversi paesi membri dell'area euro. Peraltro, l'indipendenza della Bce dai governi nazionali, in presenza di una scelta autonoma di intervento decisa dalla stessa banca centrale, non sarebbe in alcun modo intaccata.

(1) Stime plausibili dei coefficienti associati alla legge di Okun, negli Stati Uniti, mostrano che per ogni punto percentuale di crescita dell'economia al di sotto della crescita di medio-lungo periodo, il tasso di

disoccupazione aumenta, all'incirca, di mezzo punto.

(2) Sulla tendenza alla sistematica sopravvalutazione delle prospettive d'inflazione nell'area europea da parte della Bce nei primi 9 mesi del 2008 e, più in generale, sull'importanza di un'analisi disaggregata della dinamica dell'indice dei prezzi al consumo si vedano, tra gli altri, l'intervento di Ribba del 26/09/2008, e quello di Tamborini del 25/07/2008, su questa rivista.