

I RISCHI DI DEFLAZIONE E LE RISPOSTE DEI POLICYMAKERS

di Vincenzo D'Apice
16 gennaio 2009

Anche se fino a pochi mesi fa il rialzo del prezzo delle commodities spingeva l'inflazione oltre il target di molte banche centrali, ora il rischio di uno scenario deflattivo è quello che più preoccupa i policymakers internazionali. Sulla base del modello descritto da Irving Fisher nel 1933(1), le forti perdite subite dagli intermediari coinvolti nella crisi finanziaria possono provocare una riduzione dell'offerta di credito che, accompagnata da un incremento dei tassi d'interesse di mercato, obbliga imprese e consumatori a ridurre il loro livello di indebitamento. Ciò impone una marcata riduzione della domanda aggregata privata che riduce il livello dei prezzi e spinge verso il basso sia la produzione che l'occupazione.

Imprese e consumatori decidono così di rimandare i piani di spesa, per un più cauto tesoreggiamento aspettando che i prezzi scendano, facendo lentamente scivolare l'economia in un clima depressivo. I meccanismi dell'avvitamento fanno perno su due circoli viziosi: la spirale deflazionistica (in cui la riduzione della spesa privata genera ulteriore disoccupazione) e la spirale del debito (in cui la riduzione dei prezzi aumenta il valore reale dell'indebitamento che, a sua volta, provoca altre perdite per il sistema bancario e un'ulteriore riduzione dell'offerta di credito). Se i tassi di policy sono già vicini allo "zero", le due spirali non possono essere interrotte con gli strumenti tradizionali di politica monetaria e la gravità dell'avvitamento diventa ancora più seria. I grafici 1 e 2 offrono una sintesi di quanto siano reali queste preoccupazioni. Ad agosto 2007, prima dello scoppio della crisi, i tassi sui bond corporate di media qualità e sui mutui residenziali erano al 6,3% contro un tasso di policy del 5,25%. All'inizio di dicembre 2008, invece, con un tasso di policy all'1%, i tassi sui bond corporate avevano addirittura superato il 9%, mentre quelli sui mutui erano scesi solo di qualche punto base (cfr grafico 1). Inoltre, tra agosto e novembre 2008 l'indice dei prezzi al consumo Usa ha registrato una variazione negativa del -3% segnando la contrazione più marcata dalla Grande Depressione del '29.

Una possibile soluzione, a questa apparente inefficacia della politica monetaria, è rappresentata da misure non convenzionali che la banca centrale può adottare per ridurre i tassi a lungo termine. Il problema è decidere se, e in che misura, adottare anche una politica fiscale espansiva per stimolare l'economia. Dal mondo accademico non arrivano indicazioni univoche. Da una parte, si sostiene che misure non convenzionali di politica monetaria possono essere efficaci e non c'è bisogno di massicci interventi fiscali di stampo keynesiano per colmare l'output gap. Dall'altra, si sostiene la necessità di robusti programmi di espansione fiscale vista la reale possibilità che politiche monetarie non convenzionali non siano in grado di stimolare a sufficienza la domanda aggregata. Quest'ultima linea di pensiero crede che il costo di eccedere nello stimolare l'economia, utilizzando un mix di politiche economiche espansive, sia molto inferiore al costo di una prolungata deflazione, vista l'opzione di utilizzare la leva dei tassi per frenare una ripresa economica troppo veloce. Su questo tema Ben Bernanke(2), già sei anni fa, sosteneva come la banca centrale sia sempre in grado di generare aumenti di domanda aggregata, anche quando i tassi di policy raggiungono lo zero. In particolare, le misure non convenzionali a disposizione della banca centrale sono essenzialmente tre: i) comunicare in modo credibile un impegno a mantenere basso il tasso di policy per un periodo prolungato in modo da ridurre i tassi di mercato a lungo termine attraverso l'affetto che tale annuncio ha sulle aspettative degli operatori; ii) stampare moneta per acquistare titoli di stato, e altre tipologie di strumenti di debito emessi dal settore privato, per ridurre i tassi d'interesse a lungo termine; iii) concedere fondi alle banche commerciali da utilizzare esclusivamente per emettere nuovi prestiti a imprese e famiglie. Le ultime due alternative vengono spesso definite come "quantitative easing" poiché aumentano l'offerta di moneta senza toccare i tassi d'interesse.

Anche se i rischi di fornire uno stimolo eccessivo all'economia, e generare quindi inflazione, non sono trascurabili, secondo l'attuale chairman della Fed, è meglio eccedere ed eventualmente frenare una ripresa troppo vigorosa, piuttosto che essere cauti e consentire l'avvio di spirali deflazionistiche ben più difficili da disinnescare. A distanza di alcuni anni dal suo discorso, Ben Bernanke si sta comportando esattamente nel modo descritto. Oltre a proseguire nella riduzione dei tassi di policy (ormai arrivati a zero) e nelle iniezioni di liquidità, la Fed ha anche varato nuove misure a sostegno dei mercati finanziari e dell'economia reale. A ottobre ha infatti iniziato ad acquistare carta commerciale emessa dalle imprese industriali, mentre a novembre ha stanziato \$800 miliardi per due nuove iniziative: \$600 miliardi per ridurre il tasso sui mutui tramite l'acquisto di MBS e \$200 miliardi per acquistare titoli frutto della cartolarizzazione di credito al consumo e altre tipologie di prestiti. Infine, nel suo ultimo comunicato, la Fed ha dichiarato che i tassi di policy rimarranno ad un livello molto basso finché l'attività economica non darà segni di ripresa. Nell'arduo compito di evitare una prolungata depressione, Ben Bernanke troverà un valido alleato in Barack Obama. Dalle prime dichiarazioni del neo presidente statunitense emerge l'intenzione di dare priorità massima a ristabilire il normale funzionamento dei mercati finanziari, condizione sine qua non per la ripresa economica.

Parallelamente, sarà anche implementato un vigoroso stimolo fiscale per aiutare l'economia Usa ad uscire da questo momento difficile. Queste azioni, che vanno nella direzione giusta per evitare una prolungata deflazione, incontrano due limiti che faranno la differenza o meno rispetto a quanto accaduto in Giappone negli anni Novanta: i) il peso del debito pubblico, che dopo la nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac è raddoppiato; ii) il modo in cui il sistema bancario statunitense riuscirà a purificarsi dall'indigestione di titoli tossici. Anche se in Europa i rischi di uno scenario deflattivo sono molto minori, la BCE, dopo un incauto rialzo dei tassi lo scorso luglio, sembra aver intrapreso il sentiero della Fed e di altre banche centrali (cfr. grafico 2). Dopo l'ultima riduzione di 75 b.p. i tassi di riferimento della zona euro sono al 2,5% e c'è quindi spazio per ulteriori tagli. Inoltre, da un'attenta lettura delle dichiarazioni di Trichet, si evince la disponibilità da parte della banca centrale, qualora la situazione lo richiedesse, di interventi aggiuntivi al taglio dei tassi di policy. Alcune delle misure già implementate dalla Fed potrebbero essere utili anche nella zona Euro poiché i segnali di un rallentamento economico mondiale sono sempre più forti e la sola leva dei tassi, in assenza di una politica fiscale comune, potrebbe non bastare a contrastare la recessione. Ora che anche il Fondo Monetario Internazionale consiglia una politica fiscale espansiva da affiancare alla politica monetaria(3), i Governi europei dovranno compiere ulteriori sforzi per implementare uno stimolo fiscale coordinato senza

peggiore la posizione finanziaria di quelle nazioni che non hanno molto spazio di manovra (vedi Italia e Grecia).

(1) Irving Fisher, "The Debt Deflation Theory of Great Depression", *Econometrica*, 1933, pp. 341-342.

(2) Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the National Economists Club, Washington, D.C. (2002) "Deflation: Making Sure It Doesn't Happen Here".

(3) Fiscal Policy for the Crisis. <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4307>.