

## **Deflazione. La memoria breve degli economisti**

di Annamaria Simonazzi e Fernando Vianello

Chiusa la parentesi bellica, la paura che la malattia dei prezzi che affligge il Giappone (la “nipponite”, com’è stata chiamata) possa contagiare gli Stati Uniti e l’Europa è riemersa con prepotenza. A mostrare segni di inquietudine non è più soltanto la Federal Reserve, ma anche la Banca Centrale Europea. La prima cerca da tempo di rassicurare l’opinione pubblica (con il rischio di allarmarla, rivelando le proprie preoccupazioni) sulla panoplia di strumenti, ortodossi e meno ortodossi, di cui dispone per prevenire la deflazione. La seconda ha recentemente ridefinito l’obiettivo della stabilità dei prezzi in maniera tale da rendere chiaro che intende impedire non solo che il tasso di inflazione salga al di sopra del 2 per cento, ma anche che esso scenda significativamente al di sotto di tale soglia. Che due banche centrali si tengano pronte, se necessario, a fabbricare inflazione è un fatto straordinario. Ma che dire di una banca centrale, quella giapponese, che cerca d’impedire, senza riuscirci, la diminuzione dei prezzi?

Se tuttavia nella caduta dei prezzi si ravvisa un male da evitare, e non un bene da promuovere, a dubitare di se stessi dovrebbero essere non solo i banchieri centrali, ma anche gli economisti. E particolarmente quelli impegnati nelle Università. Poiché ciò che essi insegnano ai loro studenti è, nove volte su dieci, che la diminuzione dei salari monetari e dei prezzi è sempre in grado di garantire la piena occupazione.

Gli argomenti usati sono di solito due. Il primo, oggi molto in auge, è basato sull’ “effetto Pigou”, o “effetto dei saldi reali”. Il settore privato vanta dei crediti nei confronti del governo (incorporati in titoli di stato) e della banca centrale (incorporati per lo più in banconote), il cui valore è espresso in termini nominali. Al diminuire del livello generale dei prezzi, il valore reale di tali crediti aumenta. Divenute più ricche, e avendo perciò meno motivi per accumulare nuova ricchezza attraverso il risparmio, le famiglie aumentano i propri consumi. Dall’ “effetto Pigou” sono invece esclusi i crediti che alcuni membri del settore privato vantano nei confronti di altri membri dello stesso settore. In questo caso il beneficio che la deflazione apporta ai creditori è controbilanciato, si ritiene, dal danno che essa infligge ai debitori.

Il secondo argomento si basa su quello che viene chiamato “effetto Keynes” (ma che con Keynes ha, come vedremo, ben poco a che fare): la riduzione dei prezzi, aumentando il valore reale della quantità di moneta in circolazione, dà luogo, non diversamente da un aumento di quest’ultima quantità, a una diminuzione dei tassi di interesse, che a sua volta esercita un’influenza positiva sugli investimenti (e sui consumi, nella misura in cui sono anch’essi finanziati tramite l’indebitamento).

A proposito dell'“effetto Pigou” si deve, prima di tutto, osservare che la tendenza della teoria economica contemporanea a trattare i comportamenti del settore privato come se fossero imputabili a un soggetto unico (l'“agente rappresentativo”) nasconde la profonda diversità che esiste fra i comportamenti e il ruolo economico dei debitori e quelli dei creditori. Secondo una felice formulazione di J. Tobin, se qualcuno si indebita ha di solito una buona ragione per farlo. La buona ragione è ovviamente rappresentata da un'elevata propensione alla spesa – più elevata di quella di chi preferisce dare a prestito il proprio denaro piuttosto che spenderlo. A indebitarsi è chi desidera consumare più di quanto guadagna e chi intende rischiare il denaro altrui – oltre che, eventualmente, il proprio – nelle iniziative imprenditoriali.

I debiti e gli interessi sono pagati dai consumatori con i redditi monetari degli anni successivi. E se i prezzi dei prodotti, e dunque i redditi monetari di chi partecipa alla produzione, diminuiscono nel tempo, il servizio del debito assorbirà una parte crescente degli introiti dei consumatori. A ciò va aggiunto che i consumatori non possiedono solo banconote e titoli di stato, il cui valore nominale rimane invariato, ma anche case e azioni, i cui prezzi, in condizioni di deflazione, tenderanno anch'essi a diminuire (quelli delle case di solito con un certo ritardo). Ed è ben noto che i prezzi delle case e delle azioni sono soggetti a diminuzioni assai più rapide e pronunciate di quelle dei prezzi dei prodotti. Così la deflazione, se da una parte arricchisce i possessori di banconote e titoli di stato, dall'altra impoverisce i possessori di case e di azioni. A un “effetto ricchezza” positivo (l'“effetto Pigou”) fa così riscontro un più potente “effetto ricchezza” negativo: vedendosi impoveriti, i possessori di case e azioni riducono i consumi. Poiché, inoltre, case e azioni rappresentano spesso la garanzia sulla cui base viene concesso il credito al consumo, la caduta dei loro prezzi determina la contrazione di tale forma di credito.

Le imprese, dal canto loro, pagano i debiti e gli interessi con i proventi della vendita delle merci che esse producono. E se i prezzi delle merci diminuiscono nel tempo, il servizio del debito assorbirà una parte crescente della produzione. Impoverendo le imprese, la deflazione colpisce il motore stesso dell'economia di mercato – i soggetti dalle cui decisioni dipende in larga misura il livello dell'attività produttiva e dell'occupazione. E ci è di scarso conforto il pensiero che la ricchezza reale sottratta alle imprese venga trasferita ai loro creditori. Per i quali si aggrava, d'altronde, il rischio che le imprese non siano in grado di far fronte ai propri impegni.

Tale rischio assume un ruolo del tutto particolare quando le imprese sono indebitate con le banche, e non direttamente con i privati. Le difficoltà in cui le imprese si dibattono allarmarono, infatti, le banche, le quali cercheranno di ridurre la parte del loro patrimonio formata da debiti delle imprese e, per la parte restante, tenderanno a prediligere impieghi il più possibile liquidi e privi di rischi. E se la banca centrale espanderà la base monetaria nel tentativo di rilanciare l'economia,

assisteremo al paradosso di un *credit crunch* che ha luogo proprio quando le banche nuotano nella liquidità.

Per quanto riguarda l'“effetto Keynes”, va osservato che l'esborso monetario richiesto dall'investimento precede di molto gli introiti monetari che da esso ci si attendono. Ne segue che l'aspettativa di prezzi calanti deprime i saggi di rendimento attesi (l'“efficienza marginale del capitale”). Alcuni progetti di investimento verranno abbandonati, altri verranno rinviati per trarre vantaggio dalla diminuzione dei prezzi dei beni capitali (a un analogo rinvio potrà essere soggetto l'acquisto di alcuni beni di consumo). La conclusione cui Keynes perviene è che l'effetto negativo della caduta dei prezzi sulle aspettative si unisce a quello sull'onere reale dei debiti nell'esercitare un'influenza depressiva sulla domanda aggregata che come minimo compensa, e probabilmente sopravanza, l'influenza espansiva della diminuzione dei tassi di interesse. Nei termini dei moderni libri di testo, la posizione di Keynes può essere descritta mediante una “curva della domanda aggregata” (rispetto al livello dei prezzi) verticale, se non addirittura inclinata positivamente. Altro che “effetto Keynes”!

Chi crede (diversamente da Keynes) nell'“effetto Keynes”, ma è altresì consapevole dei guasti provocati dalla deflazione ha cercato di riconciliare la teoria con la realtà rispolverando il vetusto concetto di “trappola della liquidità”, ossia facendo riferimento all'esistenza di un limite minimo (identificato ormai, sulla base dell'esperienza giapponese, con lo zero) al di sotto del quale il tasso di interesse nominale non può essere spinto né dalla caduta dei prezzi, né dalla politica monetaria. Benché i guasti della deflazione non richiedano affatto, per manifestarsi, che si verifichi la “trappola della liquidità” (né Keynes li metteva in alcun modo in relazione con essa), l'argomento ha il merito di richiamare l'attenzione su un problema reale: l'inefficacia della politica monetaria nel far ripartire gli investimenti. Inefficacia che ha però la sua radice ultima nella circostanza che la politica monetaria, come sapevano gli economisti del passato, svolge un ruolo puramente permissivo: essa consente di investire a chi ha motivi per farlo, ma non obbliga nessuno a investire se i motivi per farlo difettano perché la domanda è depressa e i prezzi cadono. Sicché la politica monetaria resterebbe inefficace anche se i tassi di interesse potessero diminuire (e le banche non fossero restie a espandere il credito). Ma se è così, qualche sollievo può venire solo da una politica fiscale espansiva – benché una simile politica sia comunemente descritta come buona solo a creare inflazione (in un'economia che s'immagina perennemente incollata al reddito potenziale), e si cantino piuttosto le lodi delle politiche restrittive, che non deprimerebbero la domanda aggregata, ma ne modificherebbero soltanto la composizione (a favore, in particolare, degli investimenti).

Resta da accennare a un'altra via attraverso la quale si dice che la caduta dei prezzi potrebbe esercitare un'influenza positiva sulla domanda aggregata e sul livello dell'attività produttiva:

l'accresciuta competitività dei prodotti nazionali sia sul mercato interno che sui mercati esteri. La difficoltà pratica di cavalcare il deprezzamento del cambio reale come strumento di sostegno della domanda nazionale a scapito dei concorrenti è, tuttavia, resa evidente dal disperato tentativo del Giappone di opporsi all'apprezzamento nominale dello yen nei confronti del dollaro. Ed appare concreto, più in generale, il rischio che una simile linea di condotta finisca per esportare la deflazione da un paese all'altro e per provocare una catena di svalutazioni competitive.

Se la diminuzione dei prezzi è fonte di nefaste conseguenze, che vengono sempre più largamente riconosciute, e turbano in misura crescente i sonni dei banchieri centrali, com'è che la teoria economica la descrive invece come la panacea di ogni male? Come si è arrivati a una divaricazione così forte fra teoria economica e il buon senso? In un editoriale sui rischi della deflazione, l'*Economist* si giustifica per aver a suo tempo appoggiato con forza l'obiettivo di un tasso di inflazione compreso fra lo zero e il 2 per cento, con l'argomento che "At that time, when the priority was to reduce inflationary expectations and deflation was confined to dusty old textbooks, this made sense". Polverosi libri di testo, ecco il punto. Com'è breve la memoria degli economisti! Quel che tutti sapevano benissimo negli anni '20 e '30, quando i prezzi cadevano, e di molto, è stato rapidamente dimenticato non appena i prezzi hanno smesso di cadere. (Parliamo naturalmente del livello dei prezzi osservabile nei paesi centrali; perché nei paesi periferici, esportatori di prodotti primari, i prezzi non hanno mai smesso di cadere rovinosamente ogni volta che nei paesi centrali venivano adottate politiche monetarie restrittive.)

Ma si dimentica, nella storia dell'economia politica come nella vita, quel che si ha motivo di dimenticare. Alla base della strana dimenticanza di cui ci occupiamo vi è una linea di pensiero che, bollando la teoria keynesiana come "teoria della depressione", ne ha circoscritto la rilevanza a un caso particolare: il "caso keynesiano", appunto. Al di fuori del quale ritiene restino validi, sia pure su basi in parte nuove, i principi della teoria economica pre-keynesiana.

Articolo pubblicato sul Manifesto il 31/05/2003