

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“MARCO FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

La crescita economica europea: stagnazione secolare ed altre teorie

European economic growth: secular stagnation and other theories

Relatore:

Prof. Thomas Bassetti

Laureando:

Alberto Giacon

Matricola n. 1118016

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1: LA TEORIA DELLA STAGNAZIONE SECOLARE.....	5
1.1 <i>Cenni storici sulla teoria della stagnazione secolare: un quadro preliminare.....</i>	5
1.2.1 <i>La moderna teoria della stagnazione secolare: il lavoro di Lawrence Summers.....</i>	6
1.2.2 <i>Il nucleo della teoria della stagnazione secolare.....</i>	9
1.2.3 <i>Le contromisure al fenomeno della stagnazione secolare.....</i>	11
1.3 <i>Un modello di stagnazione secolare in economia aperta.....</i>	13
CAPITOLO 2: TEORIE ALTERNATIVE ALLA STAGNAZIONE SECOLARE.....	16
2.1 <i>Ben Bernanke: la teoria del global savings glut.....</i>	16
2.2 <i>Robert Gordon: la teoria dei supply-side headwinds.....</i>	19
2.3 <i>Eckhard Hein: la teoria della stagnation policy.....</i>	21
2.4.1 <i>Kenneth Rogoff: la teoria del superciclo del debito.....</i>	24
2.4.2 <i>Affrontare il superciclo del debito.....</i>	28
CAPITOLO 3: UN'ANALISI DELLA SITUAZIONE IN EUROZONA.....	30
CONCLUSIONI.....	44
BIBLIOGRAFIA.....	45

INTRODUZIONE

L'espressione "stagnazione secolare" (*secular stagnation*) suscitò molto scalpore quando venne utilizzata da Lawrence Summers in una conferenza svoltasi nel novembre del 2013 a Washington DC presso la sede del Fondo Monetario Internazionale. Summers propose la teoria della stagnazione secolare per descrivere la situazione di mancata ripresa della crescita economica di cui soffrono da tempo le economie avanzate. Il presente elaborato esamina tale teoria, iniziando con un accenno alla sua formulazione originaria da parte di Alvin Hansen nella prima metà del ventesimo secolo. Analizzando poi il lavoro di Lawrence Summers in merito alla stagnazione secolare si arriva alla conclusione che le politiche fiscali espansive basate su un incremento della spesa pubblica per sostenere investimenti in infrastrutture sono preferibili alle tradizionali misure di politica monetaria impiegate dalle autorità di politica economica per combattere la stagnazione secolare: tali sviluppi vengono formalizzati in un modello di stagnazione secolare in economia aperta. Altri economisti hanno proposto analisi alternative in merito all'evoluzione della crescita economica nei paesi industrializzati rispetto alla teoria della stagnazione secolare. La teoria del *global savings glut* di Ben Bernanke si focalizza sul grande ammontare di risparmio che si riversa nelle economie avanzate come causa del calo drastico dei tassi d'interesse reali e della conseguente insufficienza della domanda di investimenti. Al contrario, Robert Gordon studia i fattori che colpiscono il lato dell'offerta e causano rallentamenti del tasso di crescita della produttività con effetti negativi per la crescita economica. Egli inoltre effettua un confronto tra le innovazioni tecnologiche frutto della seconda rivoluzione industriale e quelle frutto della rivoluzione industriale più recente, concludendo che le prime hanno contribuito all'aumento del tasso di crescita dell'economia in misura nettamente maggiore rispetto alle ultime. Eckhard Hein esamina l'ormai predominante ruolo del settore finanziario nel mondo economico moderno, concentrandosi sulla possibile istituzione di un coordinamento internazionale delle contromisure da adottare per arginare gli effetti negativi generati da un settore finanziario privo di efficaci regolamentazioni. Infine, Kenneth Rogoff delinea uno scenario in cui i risvolti negativi di una crisi economica costituiscono la fase discendente di un superciclo del debito (*debt supercycle*), nel quale è importante puntare verso le politiche di riduzione degli elevati valori del debito. L'elaborato si conclude con una disamina della situazione europea, nello specifico dei paesi dell'Eurozona, cercando di trarre delle conclusioni confrontando alcuni dati con le teorie esaminate.

CAPITOLO 1: LA TEORIA DELLA STAGNAZIONE SECOLARE

1.1 Cenni storici sulla teoria della stagnazione secolare: un quadro preliminare

Per trovare il primo riferimento riguardo alla teoria della stagnazione secolare bisogna risalire alla fine degli anni '30, quando venne introdotta per la prima volta dall'economista americano Alvin Hansen nel suo lavoro intitolato *Economic progress and declining population growth*. In tale studio Hansen esprimeva la convinzione secondo cui l'economia americana si stava incanalando in un'era di perpetua disoccupazione che avrebbe danneggiato seriamente la crescita economica del paese; notava inoltre come ci fossero poche forze che potessero spingere la situazione verso la condizione di piena occupazione. Hansen focalizzava la sua analisi su alcuni specifici fattori secolari che avrebbero condotto l'economia statunitense alla condizione di stagnazione secolare. Egli prendeva in considerazione il declino del tasso di crescita della popolazione, in quegli anni quasi dimezzato rispetto ai suoi valori prima della Grande Depressione. Hansen analizzava inoltre il progresso tecnologico che, secondo lui, si trovava in una fase di stallo: non erano presenti progressi tecnologici in grado di mantenere la piena occupazione assorbendo gli ingenti investimenti nelle tecniche di produzione¹. Entrambi i fattori contribuivano a generare un persistente disequilibrio tra risparmio ed investimento, con il primo che sovrastava il secondo, anche perché le opportunità di investimento manifestatesi durante il periodo di benessere economico precedente erano ormai esaurite. Il declino nel tasso di crescita demografico e l'assenza di progresso tecnico erano quindi, secondo Hansen, le cause primarie della stagnazione secolare, le quali avrebbero continuato ad impedire il raggiungimento della piena occupazione e di una crescita economica sostenibile. La paura di Hansen si è, tuttavia, rivelata infondata: nel 1939 la massiccia spesa pubblica connessa allo sforzo bellico che precedette l'ingresso degli USA in guerra contribuì a rinvigorire la precaria situazione statunitense. Durante il secondo conflitto mondiale moltissimi cittadini americani furono reclutati nelle forze armate o impiegati come forza lavoro nelle fabbriche di armamenti o nei servizi: ciò contribuì ad un drastico calo della disoccupazione. In seguito al risultato vittorioso riportato dagli Stati Uniti nel secondo conflitto mondiale, il progresso tecnico tutt'altro che stagnante (e rinvigorito da nuove invenzioni) trainò il boom economico del successivo dopoguerra: la crescita demografica e la

¹Hansen porta come esempio il settore dell'automobile: esso aveva raggiunto, dopo una fase iniziale di crescita sostenuta da ingenti investimenti, la maturità e smise di crescere. Poiché ciò capita alla fine a tutti i settori tecnici, l'intera economia entra in una condizione di stagnazione a meno che non ci siano nuovi sviluppi. Si veda: Hansen, A., 1939. *Economic Progress and Declining Population Growth*, *American Economic Review* (29).

crescita economica aumentarono considerevolmente². Non c'erano preoccupazioni riguardo ai temporanei fenomeni di disoccupazione in fasi alterne del ciclo economico, in quanto vigeva la convinzione che l'economia tendesse automaticamente al ripristino delle condizioni ottimali di produzione ed occupazione. Perciò le previsioni di Alvin Hansen vennero smentite da imprevisti ed improvvisi avvenimenti storici e la teoria della stagnazione secolare non ebbe molto seguito³ fino a che Larry Summers non la richiamò in causa pochi anni dopo l'inizio della Grande Recessione.

1.2.1 La moderna teoria della stagnazione secolare: il lavoro di Lawrence Summers

La crescita economica in USA ed Eurozona negli anni successivi alla Grande Recessione fu bassa, decisamente non concordante con le previsioni effettuate al tempo. Summers afferma che se la performance dell'economia statunitense fosse stata coerente con le previsioni fatte dal Budget Office del Congresso nel 2009, in seguito all'approvazione del programma di stimolo all'economia e all'inizio della (presunta) ripresa, il PIL americano oggi dovrebbe essere pari a circa 1300 miliardi di dollari in più del suo attuale ammontare⁴ (Fig. 1).

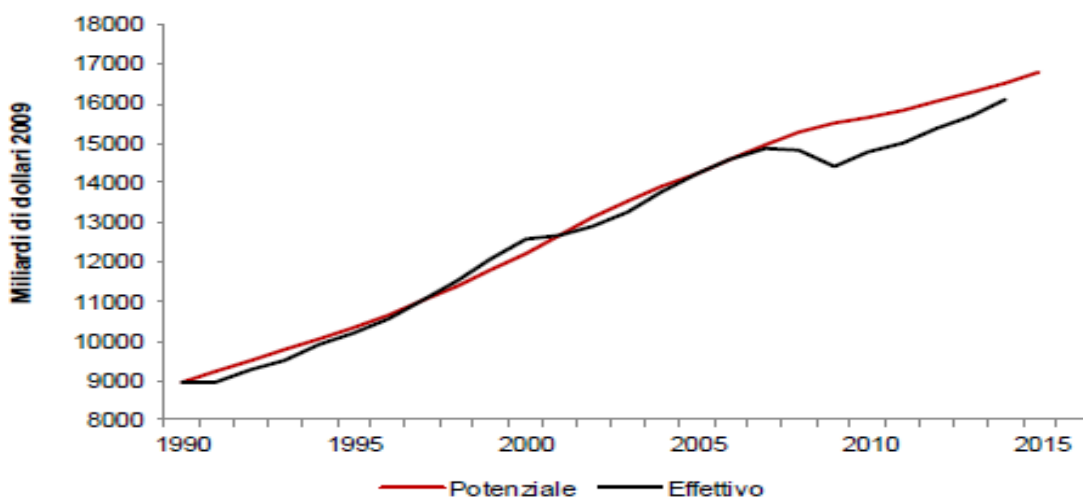


Figura 1. PIL effettivo e PIL potenziale negli Stati Uniti. (Fonti: CBO).

Il tasso di crescita medio degli Stati Uniti dalla fine della crisi è stato solo del 2,3%. Ciò è preoccupante, poiché viene registrato dopo un periodo di recessione: ci si aspettava invece

²Pollard, S., a cura di., 2018. *Storia economica contemporanea*. Bologna: Il Mulino.

³Alcuni economisti consideravano inoltre facilmente invalidabile lo schema proposto da Hansen a causa di alcune omissioni da parte di Hansen stesso: egli non prendeva in considerazione le preferenze temporali (i cosiddetti "gusti" per il consumo presente rispetto al consumo futuro), le quali sono il fattore determinante dell'ammontare di risparmio e di investimento dei soggetti economici. Si veda: Rothbard, M. N., 1963. *La Grande Depressione*. Soveria Mannelli: Rubbettino Editore.

⁴Summers, L.H., 2016. Demand Side Secular Stagnation, *American Economic Review* (105).

una crescita decisamente più elevata. Inoltre⁵, nonostante un lieve calo del tasso di disoccupazione, i tassi d'interesse reali hanno continuato a calare drasticamente mostrando una incompatibilità tra la condizione di piena occupazione e quella di stabilità finanziaria. Ciò è visibile sia negli USA che in Eurozona. I tassi di interesse reali medi sono sempre inferiori oggi rispetto al periodo precedente e ci si aspetta che rimarranno inferiori al 1% (si veda il capitolo 3); l'inflazione è rimasta al di sotto del 2% sia USA che in Europa (Fig. 2). I valori esaminati fanno pensare che tali andamenti saranno riscontrabili anche in futuro per un periodo di tempo indefinito, a meno che non avvenga un grande cambiamento storico-economico (come la seconda guerra mondiale di cui si accenna al paragrafo 1.1). Infatti quanto descritto non rappresenta un insieme di anomalie episodiche, ma, secondo Larry Summers, esse sono i segnali lampanti di una patologia sistemica ed intrinseca propria delle economie dei paesi industrializzati riconducibile agli anni '80⁶, quando la globalizzazione e la crescita notevole della borsa hanno avuto inizio. Le politiche macroeconomiche adottate dalle banche centrali fin dagli anni '80 furono incentrate in modo quasi unanime sull'ottenimento di uno stabile tasso di inflazione, garantendo l'indipendenza delle banche centrali dai governi. Nei decenni passati si pensava che fosse sufficiente la politica monetaria come risposta ai cambiamenti macroeconomici e non quella fiscale, poiché quest'ultima era vista come una procedura eccessivamente lenta e capace di generare effetti indesiderati.

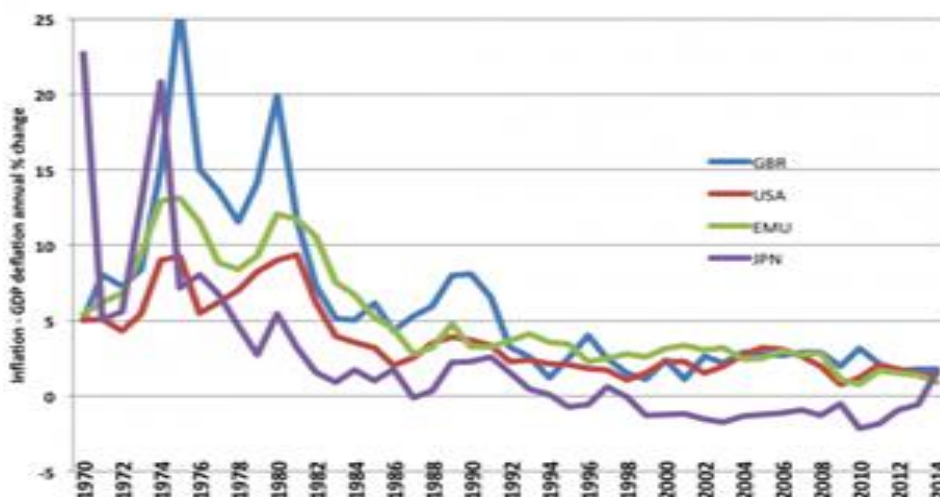


Figura 2. Andamento del tasso di inflazione nel mondo. (Fonti: Banca Mondiale).

⁵Osservando la curva dei rendimenti (rappresentazione grafica della struttura a termine dei tassi d'interesse, ossia relazione tra durata dell'investimento e tasso d'interesse) si nota che essa dovrebbe essere crescente in uscita da una recessione, non decrescente. La curva infatti dovrebbe mostrare l'aspettativa di crescita dei tassi d'interesse, con i tassi forward (a lungo) che dovrebbero essere superiori ai tassi spot (a breve) in quanto i tassi forward incorporano proprio tali aspettative di crescita.

⁶Lo stesso Summers, come pure Paul Krugman all'epoca, era un tempo sostenitore delle misure di politica monetaria adoperate dalle banche centrali dagli anni '80 in poi; in seguito cambierà il suo orientamento.

Se in un breve primo momento Larry Summers recupera la teoria della stagnazione secolare per analizzare solo la situazione economica degli Stati Uniti, egli decide di cambiare subito rotta in quanto si rende conto che la teoria può essere perfettamente idonea alla descrizione della situazione economica globale delle economie avanzate. Per Summers ci troviamo di fronte ad un problema strutturale endemico dell'economia nel suo insieme. La stagnazione secolare comporta una persistente crescita debole e lenta dell'economia in concomitanza con una eccessiva disoccupazione, un basso livello di inflazione e livelli bassi o negativi dei tassi di interesse reali. Ciò ha le sue radici nel fatto che le economie avanzate sono caratterizzate da una sempre maggiore propensione al risparmio e da una sempre minore propensione all'investimento. I tassi di interesse sono più bassi di quanto lo sono stati storicamente: ciò genera problemi per la stabilità finanziaria dei paesi, con conseguente domanda aggregata di beni e servizi insufficiente ed una crescita lenta. Un'economia bloccata in una situazione di bassi tassi di interesse ed inflazione sotto l'inflazione obiettivo, ricorda le condizioni di una trappola della liquidità. Tuttavia la condizione di stagnazione secolare si differenzia da quest'ultimo scenario in quanto esso rappresenta una situazione temporanea in cui il tasso di interesse può tornare ad essere ad un livello "normale" se viene ristabilito un equilibrio tra risparmi ed investimenti tramite una combinazione efficace di politiche sia monetarie che fiscali⁷. Si può uscire dalla trappola della liquidità, mentre la stagnazione secolare è un problema di lungo periodo destinato a perdurare; esiste anche lo scenario in cui non è possibile raggiungere un livello del tasso di interesse che consenta di ottenere il bilanciamento tra risparmio ed investimento (si veda il paragrafo 1.2.2) in situazione di piena occupazione⁸. Nella sua analisi, Summers parte dagli stessi fattori secolari che erano stati evidenziati da Alvin Hansen, per poi abbracciare una visione d'insieme più ampia che includa più elementi. Il primo fattore secolare importante è il declino del tasso di crescita demografico nelle economie avanzate. Il declino demografico si muove attraverso le fasce d'età, causando prima

⁷Il focus sulla trappola della liquidità di keynesiana memoria fu sostenuto da Paul Krugman in un primo momento, quando la discussione sul problema era ancora allo stato embrionale. In seguito, lo stesso Krugman rettificò le sue posizioni, esprimendosi totalmente a favore dell'analisi di Summers e dichiarando l'incompatibilità del proprio modello di analisi, basato sulla trappola della liquidità, con l'evidente prospettiva di lungo periodo delineata dalla teoria della stagnazione secolare alla luce dell'andamento economico. Si vedano: Krugman, P. R., 2013. Bubbles, Regulation and Secular Stagnation. *The New York Times*, 25 Sept. e Summers, L. H., 2015. Where Paul Krugman and I differ on secular stagnation and demand. *The Washington Post*, 11 Feb.

⁸Summers e DeLong riprendono le posizioni di Tobin: maggiore è la flessibilità dei prezzi e dei salari, maggiormente può aggravarsi il problema. Infatti più salari e prezzi sono flessibili, più ci si aspetta che essi diminuiscano durante un rallentamento della produzione, con un conseguente non auspicabile aumento dei tassi di interesse reali. Ciò implica una caduta della produzione, la quale genera una ulteriore rapida caduta dei prezzi. In tal modo ci si inoltra in un circolo vizioso. Si veda: DeLong, J. B., Summers, L. H., 2012. Fiscal Policy in a Depressed Economy, *Brookings Papers on Economic Activity*.

un declino nella popolazione in età lavorativa e poi un declino nei pensionati⁹; ciò causa anche la riduzione degli investimenti, poiché prossimamente ci saranno meno acquirenti per i beni futuri. Inoltre il rallentamento della crescita della popolazione, unito ad errate politiche di redistribuzione della ricchezza a danno dei meno ricchi che comportano l'aumento dell'ineguaglianza nei redditi, fa crescere la propensione al risparmio. Il secondo fattore secolare preso in esame è la tecnologia. Secondo Summers, la ricerca in campo tecnico-scientifico non sempre è promotrice di sviluppo economico. Affinché lo sia, deve affermarsi un nuovo paradigma tecnologico dominante destinato a durare per un periodo di tempo sufficientemente lungo per garantire una buona redditività degli investimenti. Finché non si afferma un nuovo paradigma tecnologico dominante, dopo una fase di sperimentazione dai tempi più o meno lunghi, investire cifre ingenti troppo presto in nuove tecnologie significa ritrovarsi dopo poco tempo con macchinari oramai obsoleti caratterizzati da una bassa redditività (sono infatti investimenti in capitale fisso che presentano brevi tempistiche di ammortamento)¹⁰. Summers non opta per la conclusione secondo cui si è arrestato totalmente il progresso tecnico-scientifico (come Hansen), ma ritiene invece che esso sia tornato a livelli molto bassi rispetto al livello dei progressi tecnico-scientifici fino alla prima metà degli anni '80. L'impatto sull'economia delle nuove tecnologie non è stato il medesimo: le innovazioni tecnologiche nei campi dell'informazione e delle comunicazioni hanno abbassato il livello di investimenti rispetto alle tecnologie delle precedenti fasi di sviluppo tecnico-scientifico. In passato gli investimenti effettuati per la costruzione di infrastrutture per rendere le nuove tecnologie accessibili a tutti i soggetti economici sono sempre stati in grado di sostenere la domanda, mentre oggi la quota di investimenti si è ridotta (ad esempio per avviare una start-up sono necessari investimenti decisamente inferiori rispetto a quelli che erano richiesti per precedenti forme di tecnologie). Il calo della propensione agli investimenti è quindi evidente e diffuso.

1.2.2 *Il nucleo della teoria della stagnazione secolare*

Come visto in precedenza, i livelli preoccupanti dei tassi d'interesse reali¹¹ confermerebbero l'idea che la stagnazione secolare non sia solo il risultato di una inadeguata risposta alla Grande Recessione, ma che essa sia invece un problema presente da molto tempo

⁹La posizione di Summers non contempla, come soluzione a tali problematiche, provvedimenti come l'aumento dell'orario di lavoro e/o dell'età pensionabile.

¹⁰Summers, L.H., 2016. The age of Secular Stagnation: What it is and what to do about it, *Foreign Affairs*.

¹¹Il tasso d'interesse reale (r) è dato dalla differenza tra il tasso d'interesse nominale fissato dalla banca centrale (i) ed il tasso di inflazione (π). Si veda: Blanchard, O., 2016. *Macroeconomia. Una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino.

nell'economia. Sui tassi d'interesse Summers si sofferma molto. Il tasso d'interesse rappresenta il costo del denaro, cioè la remunerazione che le banche chiedono ad imprese ed individui per concedere prestiti. Esso cala se ci sono eccessi di offerta di risparmi ed aumenta se ci sono eccessi di domanda di investimenti. Per la legge della domanda e dell'offerta il tasso di interesse si livella, generando un punto di equilibrio tra domanda di investimento ed offerta di risparmio: il tasso di interesse in tale punto di equilibrio è chiamato anche tasso di interesse (reale) naturale¹². Il tasso di interesse reale in equilibrio è stabilito proprio dall'offerta di risparmio e dalla domanda di investimenti. Questo avviene poiché le famiglie si spostano dall'investimento al risparmio durante la vita. Infatti se un individuo che vuole prendere a prestito per investire contrae meno debito oggi, allora domani avrà maggiori capacità di risparmio poiché avrà meno debito da ripagare. Ciò comporta una riduzione del tasso d'interesse reale. Inoltre possiamo considerare alcune tipologie di shock: un aumento della disuguaglianza tra i redditi sia intra che intergenerazionale (con conseguente aumento del divario tra classi sociali) ed un rallentamento nella crescita della popolazione (fattore secolare) aumentano l'offerta di risparmi, mentre un più stretto limite sul debito riduce la domanda di investimenti. Questi shock hanno entrambi l'effetto di spingere verso il basso il tasso d'interesse naturale dalla sua posizione in equilibrio. Il punto fondamentale della teoria della stagnazione secolare è proprio che il livello del tasso di interesse naturale è perennemente molto basso, tale da non poter essere innalzato dalle tradizionali misure di politica monetaria adoperate dalle banche centrali. Esiste inoltre un problema messo in luce dalla teoria della stagnazione secolare: il vincolo cronico dello *zero lower bound* (ZLB). Esso è definito da Summers come “un cronico e sistemico inibitore dell'attività economica che trattiene le nostre economie sotto il loro potenziale”¹³¹⁴. Summers spiega come le banche centrali cerchino di raggiungere la condizione di equilibrio con il tasso d'interesse naturale (equilibrio tra domanda di investimenti ed offerta di risparmi descritto in precedenza) per evitare problematiche come disoccupazione ed eccesso di capacità produttiva. Tuttavia le banche centrali non sono in grado di raggiungere il loro scopo poiché, oltre al disequilibrio tra offerta di risparmio e domanda di investimento, il tasso d'interesse nominale non può

¹²*Ibidem*. In tale punto di equilibrio il tasso di interesse (reale) naturale stabilisce anche una coerenza con una crescita stabile in condizioni di piena occupazione (ossia produzione ottimale ed inflazione stabile). Olivier Blanchard ricorda come l'obiettivo delle azioni di una banca centrale sia proprio raggiungere tale situazione: il problema è quali metodi utilizzare a tal scopo.

¹³Summers L. H., 2013. *Speech at the IMF fourteenth annual economic conference*, Washington DC, 8 Nov.

¹⁴L'espressione *zero lower bound* indica che il tasso di interesse nominale non può mai scendere sotto lo zero, altrimenti significherebbe che le banche dovrebbero pagare un interesse all'impresa o all'individuo al quale concedono un prestito. Si veda: Blanchard, O., 2016. *Macroeconomia. Una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino.

scendere sotto lo zero. Perciò non si ha un livello del tasso d'interesse tale da incoraggiare gli investimenti invece che il risparmio, ergo i soldi non vengono investiti, ma rimangono nei conti correnti e la domanda di beni e servizi ristagna. Inoltre, se la banca centrale non vuole tollerare un'inflazione troppo alta (data la flessibilità dei prezzi nel lungo periodo) e decide di "spingerla" al di sotto del suo massimo livello naturale¹⁵, la produzione cala permanentemente sotto il livello di piena occupazione. Per Summers sono fuori discussione anche le misure di abbassamento ulteriore del tasso d'interesse reale: operare con una maggiore inflazione obiettivo in modo tale che ad un tasso d'interesse nominale uguale a zero (in condizioni di ZLB) corrisponda un più basso tasso d'interesse reale può generare rischi di instabilità finanziaria. Quindi, dato il problema per cui il tasso di interesse nominale non può mai scendere sotto lo zero (ZLB) ed i fattori descritti in precedenza che impediscono di innalzare il livello del tasso d'interesse naturale, è difficile affrontare la stagnazione secolare adoperando unicamente la politica monetaria convenzionale che agisce tramite movimentazioni del tasso d'interesse. Essa esaurisce la propria efficacia; diverse contromisure vanno cercate altrove.

1.2.3 *Le contromisure al fenomeno della stagnazione secolare*

Summers è scettico sulle politiche monetarie di austerità con taglio dei deficit pubblici già applicate nell'Eurozona. Durante i periodi di crisi una riduzione del deficit conduce ad un peggioramento del rapporto debito/PIL a causa degli effetti negativi che la riduzione della spesa e/o l'aumento delle tasse hanno anche sul tasso di crescita del PIL. Summers mette sotto accusa il consolidamento fiscale che molte economie avanzate in crisi hanno inizialmente adottato per gestire i sempre più crescenti valori del debito pubblico, senza tenere conto degli effetti negativi che ciò avrebbe avuto sul tasso di crescita del PIL. Perciò, secondo Summers, il consolidamento fiscale attuato durante la crisi non solo non è riuscito a stabilizzare l'assetto economico dei paesi che hanno subito tali manovre, ma ha danneggiato l'andamento della crescita del PIL di questi paesi. Summers fa riferimento anche alle previsioni del Fondo

¹⁵*Ibidem*. La banca centrale non può realmente "spingere" l'inflazione verso un valore manovrandola direttamente come nel caso del tasso d'interesse nominale; può però manovrarla indirettamente agendo sulle aspettative e sull'inflazione obiettivo. In condizioni di zero lower bound il valore del tasso d'interesse reale può essere al massimo l'opposto dell'inflazione (e quindi viceversa). Si ricorda comunque che anche obiettivi di innalzamento dell'inflazione obiettivo, abbastanza da assicurare una condizione di maggiore occupazione, sono misure che, pur aumentando il livello della produzione, non eliminano il problema di stagnazione secolare; possono inoltre causare rischi di instabilità finanziaria. Infatti la questione giace su un problema di credibilità della banca centrale e di aspettative dei soggetti economici: un'inflazione obiettivo minore di quella richiesta e promessa non produrrà effetti in condizioni di stagnazione secolare. A riguardo si veda: Krugman, P. R., 2014. *Inflation Targets Reconsidered*, paper presented to the ECB Forum in Portugal.

Monetario Internazionale per il 2019¹⁶, le quali evidenziano che nessuno dei paesi europei in questione mostrerà tassi di crescita a livelli precedenti alla crisi. Anche le tradizionali misure di politica monetaria che si basano solo sul manovrare la quantità di moneta in circolazione non sono ben viste da Summers. Se si persevera nella convinzione di intoccabilità della politica monetaria, le banche centrali sono destinate ad applicare politiche monetarie accomodanti che fanno leva sulla gestione dell'emissione di moneta senza portare a buoni risultati, poiché i movimenti di valuta spostano la domanda da un paese all'altro senza aumentare la domanda dell'economia a livello globale¹⁷. Le autorità monetarie quindi devono rendersi conto della situazione (persistente livello basso o negativo dei tassi d'interesse) ed agire di conseguenza. Perciò servono politiche fiscali, nello specifico espansive, che aumentino il livello del tasso d'interesse naturale, riducano la propensione al risparmio, aumentino la propensione all'investimento e stimolino la crescita¹⁸. Secondo Summers se non si predilige l'intervento pubblico tramite adeguate politiche fiscali, l'economia (soprattutto quella privata) viene "lasciata sola"¹⁹, rischiando di degenerare e di non tornare allo stadio di piena occupazione. Summers si riferisce a politiche fiscali che apportino un sostegno alla domanda tramite consistenti investimenti pubblici in infrastrutture destinate ai bisogni della collettività (investire nell'istruzione, nelle risorse umane, nelle risorse naturali, nel sostegno ai consumatori e nella promozione della fiducia nelle imprese). Summers considera molto anche gli investimenti in energie rinnovabili che vadano a sostituire i combustibili fossili e misure come l'aumento dei minimi salariali, la maggiore retribuzione del lavoro e la riduzione della disuguaglianza mediante la redistribuzione della quota di reddito per i soggetti economici con un'alta propensione alla spesa e al consumo²⁰. I detrattori di Summers sostengono che politiche fiscali espansive aumenterebbero il debito e scaricherebbero un gravoso peso sulle future generazioni. Tuttavia, secondo Summers, per tali generazioni sarebbe preferibile avere un debito a lungo termine piuttosto che una precaria situazione ereditata dalle nostre incapacità di risolvere il problema. Summers continua argomentando che anche aumentando il

¹⁶IMF (2016). *World Economic Outlook*, Washington DC: International Monetary Fund, April (database).

¹⁷Summers, L.H., 2016. Secular Stagnation and Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.

¹⁸A tal proposito si richiama una differenza tra la formulazione odierna di Summers e la formulazione originaria di Hansen riguardo alle contromisure per il problema della stagnazione secolare. Per il primo la politica fiscale basata su incrementi della spesa pubblica è un importante strumento di stabilizzazione economica, mentre il secondo è abbastanza scettico riguardo all'utilizzo di tali tipologie di politica fiscale. Secondo Hansen troppa spesa pubblica finalizzata ad investimenti in infrastrutture all'inizio genera ripresa, ma con il tempo genera controindicazioni, anche se lo stesso Hansen non si esprimeva in dettaglio su quali esse fossero.

¹⁹Summers, L.H., 2016. Demand Side Secular Stagnation, *American Economic Review* (105).

²⁰*Ibidem*.

debito, si stimolerebbe comunque la crescita favorendo un aumento dell'inflazione, il quale riduce i costi reali del capitale rendendo meno oneroso prendere denaro a prestito ed aumentando di conseguenza gli investimenti²¹. Tali misure di politica fiscale di stimolo della domanda tramite le tipologie di investimenti pubblici sopracitate promuovono la crescita economica, con produzione ed occupazione più elevate per ricercare la stabilità finanziaria. Però Summers non lascia la politica fiscale nelle mani della singola nazione. Egli focalizza la sua analisi sul coordinamento internazionale nella gestione delle contromisure alla stagnazione secolare: le politiche fiscali devono essere garantite da un coordinamento tra banche centrali ed autorità fiscali interne e internazionali²². Il coordinamento internazionale permette di affrontare il problema impiegando corrette politiche fiscali (come investimenti in infrastrutture che promuovano investimenti globali) tramite il contributo di ogni paese al miglioramento dell'economia mondiale garantendo vantaggi reciproci, affinché i paesi non si concentrino sull'uso eccessivo della politica monetaria²³. Summers, soprattutto, punta sulle scelte cooperative di gestione delle politiche fiscali tra soggetti economici legati da importanti rapporti economici, come i paesi con una moneta comune (Eurozona).

1.3 Un modello di stagnazione secolare in economia aperta

Larry Summers rifiuta l'impostazione per la quale esiste una fiduciosa convinzione che dopo l'utilizzo della politica monetaria il sistema possa ripristinare la piena occupazione. Sostiene invece, come già detto in precedenza, che con politiche monetarie convenzionali non si possa raggiungere la condizione di piena occupazione con un livello di produzione e di crescita economica soddisfacente. Anche se, ipoteticamente, si raggiungessero tali obiettivi, ci sarebbe un prezzo da pagare in termini di stabilità finanziaria. Summers perciò si prefigge come obiettivo la redazione di un modello macroeconomico che, dopo avere delineato efficacemente il problema, focalizzi i risultati sulla scelta della politica fiscale rispetto alla politica monetaria²⁴. Il modello proposto considera le economie di due paesi, uno domestico (paese X) ed uno straniero (paese Z), in un modello IS-MP variato, in cui è presente il vincolo dello *zero lower bound* (ZLB) sul tasso d'interesse nominale. Ogni paese deve soddisfare

²¹Summers, L.H., 2016. The age of Secular Stagnation: What it is and what to do about it, *Foreign Affairs*.

²²*Ibidem*.

²³DeLong, J. B., Summers, L. H., 2012. Fiscal Policy in a Depressed Economy, *Brookings Papers on Economic Activity*.

²⁴Il modello qui presentato è una sintesi di studi decisamente di maggiore portata effettuati da Summers e da alcuni suoi colleghi. Le pubblicazioni accademiche contengono una trattazione più articolata, ampia e specialistica; in questo elaborato di complessità decisamente inferiore, si cerca di proporre una sintesi dei concetti fondamentali, tralasciando le analisi più complesse e le derivazioni delle regole di politica fiscale. A tal proposito si veda: Eggertson, G. B., Mehrotra, N. R., e Summers, L. H., 2016. Secular Stagnation in the Open Economy, *American Economic Review* (106).

un'equazione che delinea un trade-off tra investimento e risparmio (IS), una regola di politica monetaria (Summers utilizza la Regola di Taylor) che include lo *zero lower bound* (MP) ed una equazione di offerta aggregata (AS):

$$\text{IS: } Y = -\alpha(i-\pi) + \delta G - \gamma q - \omega K^* + \theta(B^g - IR) + \varepsilon$$

$$\text{MP: } i = \max(0, r^f + \bar{\pi} + \Phi_{\pi} (\pi - \bar{\pi}))$$

$$\text{AS: } Y = \begin{cases} Y^f, \pi \geq 0 \\ k\pi, \pi < 0 \end{cases}$$

con i parametri $\alpha, \delta, \gamma, \omega, \theta, k > 0$ e $\Phi_{\pi} > 1$. $\bar{\pi}$ è l'inflazione obiettivo, Y è l'output, i è il tasso d'interesse nominale, π è l'inflazione, G è la spesa pubblica, q è il tasso di cambio reale. Si assume che il tasso d'interesse reale del paese X ($r \sim i - \pi$) sia maggiore di quello del paese Z (r^*), perciò i risparmi privati arrivano da fuori nel paese X. Nella situazione contraria si avrebbe K^* negativo, perciò i flussi andrebbero dal paese X all'estero. Y^f e r^f sono, rispettivamente, l'output in condizione di piena occupazione ed il tasso d'interesse reale (tassi naturali). Y^f è una costante fissa; r^f dipende da variabili esogene ed è determinata dall'equazione IS imponendo $Y = Y^f$. K^* è il valore delle risorse straniere nell'economia domestica (esso è funzione crescente del differenziale tra i due tassi d'interesse nel paese X e nel paese Z, cioè $K^* = f(r - r^*)$), B^g è il debito del governo e IR è la riserva del governo straniero detenuta in obbligazioni del governo domestico. K^* e q sono dati; ε rappresenta l'insieme dei fattori secolari. L'economia straniera del paese Z soddisfa lo stesso set di equazioni (a livello di notazione si definisce ogni variabile con * e si pongono segni positivi davanti a q e K^*).

Figura 3

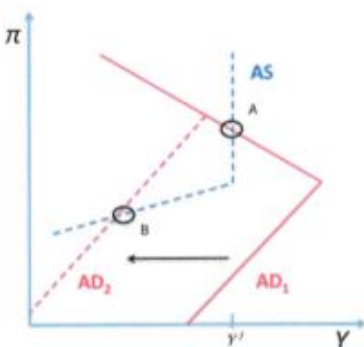


Figura 4a

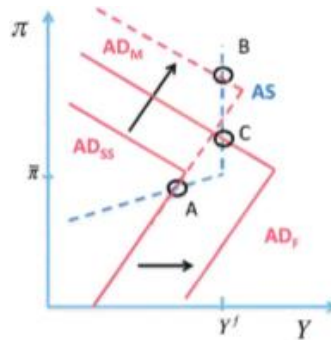
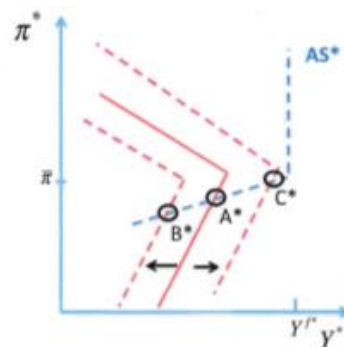


Figura 4b



(Fig. 3) Si considerano ora, per l'economia del paese X, una curva AS (trade-off tra inflazione e produzione finché non viene raggiunta la piena occupazione e si ha $Y = Y^f$) ed una curva AD (domanda aggregata come MP e IS combinate). Quando il tasso d'interesse nominale è

positivo la curva AD è inclinata negativamente, in quanto la banca centrale abbassa il tasso di interesse nominale in risposta all'inflazione inferiore all'inflazione obiettivo, abbassando così il tasso d'interesse reale ed aumentando la domanda. Tuttavia vige il vincolo dello ZLB che pone un limite pari a zero all'abbassamento del tasso d'interesse nominale da parte della banca centrale e a causa di esso la curva AD ruota e diviene inclinata positivamente: la minore inflazione alza i tassi d'interesse reali, con una conseguente riduzione della domanda. Se il tasso d'interesse naturale è alto²⁵, le curve AS e AD si intersecano nel punto A: si ha un tasso nominale positivo, una produzione uguale al suo livello in condizione di piena occupazione e l'inflazione eguaglia l'inflazione obiettivo. Nella situazione contraria, con il tasso d'interesse naturale basso²⁶, le curve si intersecano nel punto B: questa è la situazione di stagnazione secolare in cui si ha il tasso d'interesse reale naturale negativo e lo ZLB è vincolante, con produzione ed inflazione al di sotto del loro livello ottimale. Le politiche monetarie espansive²⁷(Fig. 4a) in una situazione di stagnazione secolare diffusa globalmente (in economia aperta) comportano uno spostamento della curva AD da AD_{SS} a AD_M : l'intersezione tra la curva AD e la curva AS è il punto B. Si osserva tuttavia che l'innalzamento dell'inflazione obiettivo da parte della banca centrale, se non sufficientemente aggressivo, non esclude lo scenario di stagnazione secolare; anzi, è perfettamente razionale che i soggetti economici possano ignorare l'annuncio del nuovo livello di inflazione obiettivo e così non si avrà intersezione tra AD e AS nel punto B. Manovre consistenti in aumenti del livello di inflazione obiettivo generano una diminuzione del tasso d'interesse reale nei paesi che le effettuano, portando deflussi di capitali (flussi in uscita). Ne consegue un aumento dello squilibrio tra risparmi ed investimenti ed una riduzione della domanda dei paesi che ricevono il flusso di capitali (quindi dei vicini partner economici stranieri). Aumenta invece la domanda del paese che effettua la manovra di politica monetaria. La condizione di stagnazione secolare permane, soprattutto per i paesi stranieri (Fig. 4b, AD^* si sposta verso B^*). Le politiche monetarie espansive generano quindi esternalità negative. Le politiche fiscali espansive²⁸(Fig. 4a) in una situazione di stagnazione secolare diffusa globalmente (in

²⁵Secondo il modello si ha $r^f \geq -\bar{\pi}$.

²⁶Secondo il modello si ha $r^f \leq -\bar{\pi}$.

²⁷Una politica monetaria espansiva aumenta la quantità di moneta circolante, riducendo il tasso d'interesse; una politica monetaria restrittiva riduce la quantità di moneta circolante, aumentando il tasso d'interesse. Si veda: Blanchard, O., 2016. *Macroeconomia. Una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino.

²⁸*Ibidem*. La politica fiscale espansiva comporta un aumento della domanda mediante un aumento di spesa pubblica o diminuzione di tasse.

economia aperta), se abbastanza aggressive, stimolano la domanda interna del paese che le effettua, eliminando il problema di stagnazione secolare e svincolando l'economia dallo ZLB spostandola verso la condizione di piena occupazione. Tali politiche consistono in investimenti effettuati tramite un incremento della spesa pubblica: la curva AD si sposta da AD_{SS} a AD_F . Esse alzano i tassi d'interesse nei paesi che le effettuano (aumenta il livello di r^f e si riduce quindi il divario $r^f - r$) portando afflussi di capitali (flussi in entrata) dagli altri paesi e riducendo lo squilibrio tra risparmio ed investimento anche negli altri paesi stranieri (vicini partner economici stranieri). Le politiche fiscali espansive generano quindi esternalità positive (Fig. 4b, punto C*). L'eccessivo uso di politiche monetarie, con conseguenti esternalità negative, ha accentuato la precaria situazione globale. In presenza di stagnazione secolare è comprensibile che ci sia la tendenza a ricorrere alla politica monetaria espansiva, in quanto produce esternalità negative per gli altri paesi stranieri diminuendo i tassi d'interesse nel paese che la effettua ed aumentandone la competitività mettendo in difficoltà le aziende del paese destinatario dei flussi di capitale in uscita. Perciò una tale operazione funziona bene per il paese che la effettua a spese degli altri paesi stranieri²⁹. Summers invece rimane fermo nella posizione per cui sia necessaria una politica fiscale, che realizzi una saggia espansione della finanza pubblica tramite investimenti pubblici, coordinata tra i paesi mediante sforzi comuni, capace di incorporare le esternalità negative e di raggiungere migliori obiettivi di crescita economica³⁰.

CAPITOLO 2: TEORIE ALTERNATIVE ALLA STAGNAZIONE SECOLARE

2.1 Ben Bernanke: la teoria del global savings glut

Come Summers, anche Ben Bernanke si concentra sul problema della domanda aggregata insufficiente e stagnante: le famiglie non spendono abbastanza e le imprese non investono abbastanza. Tuttavia, sebbene ci sia questo punto di congiunzione con la teoria di Summers, egli non pone l'accento sui fattori secolari come cause del fenomeno³¹. L'analisi di Summers del declino del tasso di crescita della popolazione si basa sui valori delle economie avanzate, non tenendo in considerazione anche le economie emergenti, le quali nella prospettiva

²⁹Eggertson, G. B., Mehrotra, N. R., e Summers, L. H., 2016. Secular Stagnation in the Open Economy, *American Economic Review* (106).

³⁰*Ibidem*.

³¹Bernanke, B. S., 2015. Why are interest rates so low, part 2: Secular Stagnation, *Brookings Institutions*.

internazionale propria della teoria di Bernanke assumono un'importanza fondamentale. Bernanke riprende un concetto che era già stato enunciato nel modello sulla stagnazione secolare presentato in precedenza: i flussi di capitali eccessivi rappresentano un problema per l'economia che li riceve. Il movimento dei flussi di capitali oltre i confini nazionali di ogni paese può essere causa di una patologica diffusione della condizione di stagnazione. Inizialmente Bernanke si sofferma sulle economie avanzate, analizzando il problema dal punto di vista nazionale. Nelle economie avanzate i problemi di distribuzione del reddito sono evidenti, infatti la disuguaglianza tra gruppi sociali è divenuta sempre più crescente. Ad esempio, negli Stati Uniti, tutti i maggiori flussi di capitali sono andati verso coloro che dispongono di redditi molto elevati. Il problema ulteriore è, nota Bernanke, che coloro i quali presentano livelli di reddito molto alti mostrano una propensione al consumo e all'investimento relativamente bassa: si manifesta così un eccesso di risparmi (*savings glut*). Le economie avanzate si ritrovano con tassi d'interesse estremamente bassi quando questa grande massa di risparmi in eccesso inonda il mercato e, tuttavia, con un insufficiente livello di investimenti per controbilanciare tale fenomeno e per sostenere un livello adeguato di crescita³². Questo problema può essere parzialmente affrontato mediante politiche pubbliche ben congegnate che si concentrino su tassazioni adeguate o redistribuzioni del reddito sulla base di principi di equità sociale. Il vero problema sorge quando si inquadra la questione in una prospettiva internazionale: l'elemento fondamentale è ora l'eccesso di risparmi globale, denominato *global savings glut*³³. Dagli ultimi anni del ventesimo secolo fino agli ultimi anni 2000 si è verificato un ampio eccesso di risparmio desiderato rispetto all'investimento desiderato nelle economie dei paesi emergenti, i quali inoltre tendono a collocare i propri capitali in ambienti economici più stabili, ossia nei paesi industrializzati. La teoria di Bernanke quindi conferisce più importanza all'eccesso di risparmio nei paesi stranieri, in particolare nelle economie emergenti, piuttosto che ai fattori secolari, come spiegazione per i bassi livelli dei tassi d'interesse e per la crescita insoddisfacente. Quando infatti questi grandi flussi di risparmio, generati da eccessi di liquidità accumulata dalle economie dei paesi emergenti, confluiscono nelle economie avanzate (Bernanke cita esplicitamente l'esempio degli Stati Uniti), si assiste ad un drastico calo dei tassi di interesse, decisamente maggiore di quello generato dall'eccesso di risparmio nazionale³⁴. Questo eccesso di risparmio ha scatenato negli USA, oltre alla diminuzione dei tassi d'interesse, problematiche simili a quelle

³²*Ibidem.*

³³Bernanke, B. S., 2015. Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut, *Brookings Institutions*.

³⁴*Ibidem.*

descritte da Summers: bassa inflazione, alto tasso di disoccupazione ed insufficienza della domanda. Tuttavia, egli dimostra nuovamente una mancanza di attenzione per la dimensione internazionale³⁵. L'ipotesi della stagnazione secolare richiede che i tassi d'interesse siano bassi ovunque, non solo nell'economia domestica. Ma, se il rendimento degli investimenti nel paese domestico fosse talmente basso da impedire agli investitori di trovare opportunità di investimento appetibili (data la presenza del tasso reale negativo), essi cercherebbero tassi di rendimento più elevati per i loro investimenti guardando ai paesi esteri che mostrano tassi maggiori. Si nota quindi che la disponibilità di remunerativi investimenti in capitale in altre parti del mondo può eliminare la stagnazione nel paese domestico. Inoltre se le famiglie e le imprese investono all'estero, il deflusso di capitali può indebolire la valuta domestica e di conseguenza promuovere le esportazioni. Bernanke propone in merito l'esempio di un investimento estero che consista nell'esportare, pezzo per pezzo, una fabbrica prodotta nel paese domestico per il successivo assemblaggio estero: in tal caso l'investimento estero e le esportazioni sarebbero uguali e simultanei³⁶. L'aumento delle esportazioni aumenta la produzione e l'occupazione nel paese che le effettua, permettendo all'economia di raggiungere la piena occupazione. Questa teoria inquadra la situazione in un'ottica di medio periodo, rispetto alla stagnazione secolare secondo la quale i problemi sono destinati a perdurare nel lungo periodo³⁷. Inoltre, le contromisure proposte da Bernanke sono molto diverse da quelle di Summers. Secondo Bernanke non si deve infatti operare implementando una politica fiscale espansiva basata su investimenti in infrastrutture che potrebbe generare livelli pericolosi di debito³⁸; al contrario, è necessario, in caso di bassi tassi d'interesse, incentivare gli investitori a rivolgersi verso i rendimenti maggiori degli investimenti esteri ed incentivare le fuoriuscite di capitali accumulati per aiutare l'economia a tornare al livello di piena occupazione. Si segnala che Bernanke fa un esempio anche in merito alla situazione europea (si veda il capitolo 3): la Germania ha accumulato un non indifferente eccesso di risparmi che ha poi esportato per dare stabilità alla propria bilancia commerciale, conseguentemente indebolendo gli altri paesi dell'Eurozona. In un'ottica più generale si può vedere come, in concomitanza con l'adozione della valuta comune, i paesi centrali dell'Eurozona hanno continuato ad esportare grandi eccessi di risparmio verso i *periphery*

³⁵Bernanke, B. S., 2015. Why are interest rates so low, part 2: Secular Stagnation, *Brookings Institutions*.

³⁶*Ibidem*.

³⁷DeLong, J. B., 2015. The scary debate over Secular Stagnation, *The Milken Institute Review*.

³⁸Pur partendo da posizioni differenti, Bernanke mostra la stessa avversione di Rogoff per gli elevati livelli di debito pubblico che possono arrecare gravi danni alla situazione economica di un paese.

countries dell'Eurozona, rendendo la posizione netta sull'estero di quest'ultimi insostenibile nel medio e nel lungo periodo.

2.2 Robert Gordon: la teoria dei supply-side headwinds

Robert Gordon utilizza l'espressione “*supply-side headwinds*” per identificare una diminuzione del potenziale della crescita economica dovuta a mutamenti nei fattori che influenzano il lato dell'offerta: un approccio diametralmente opposto a quello di Summers, il quale si concentra invece sul lato della domanda. Secondo Gordon, il declino del tasso di crescita della produttività è la causa principale della attuale situazione di stagnazione economica nei paesi industrializzati, mentre i bassi livelli dei tassi d'interesse sono un fattore secondario³⁹. Egli prende in considerazione il fattore che influenza di più il tasso di crescita della produttività: la tecnologia. Gordon concepisce il progresso tecnologico innovativo come una serie di invenzioni separate, seguite da miglioramenti incrementali accessori che giungono a sfruttare infine l'intero potenziale dell'innovazione originaria⁴⁰. I benefici dell'innovazione continua non si fermano, al massimo possono procedere ad un ritmo più lento che comunque non esaurisce i loro effetti positivi. Gli ultimi 250 anni sono stati un caso unico nella storia in quanto a progresso ed innovazione, grazie al susseguirsi delle rivoluzioni industriali. Tuttavia, le prospettive di crescita a lungo termine dell'economia statunitense⁴¹ erano già basse prima della Grande Recessione, ma non vi era stata data importanza a causa degli sviluppi nelle tecnologie dell'informazione. Il punto fondamentale della teoria di Gordon è che i problemi della crescita economica odierna derivano dal fatto che il tasso di crescita della produttività negli USA ha subito un sostanziale declino rispetto agli anni d'oro tra il 1870 ed il 1970⁴². Gli effetti della seconda rivoluzione industriale furono infinitamente più importanti per incrementare la produttività ed aumentare gli standard di vita rispetto a qualsiasi risultato della terza rivoluzione industriale. La crescita economica, insieme alla speranza di vita ed al benessere, aumentarono notevolmente grazie alle invenzioni che vennero sviluppate durante la seconda rivoluzione industriale: elettricità, motore a combustione interna e tutte le sue applicazioni (l'automobile fu la più importante), tubature

³⁹Gordon, R. J., 2015. Secular Stagnation: a supply-side view, *American Economic Review* (105).

⁴⁰Gordon, R. J., 2016. *The Rise and the Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.

⁴¹L'analisi di Gordon concerne principalmente gli USA poiché, secondo lui, essi sono stati determinanti per l'andamento della produttività e del tenore di vita mondiali a partire dalla fine del 1800.

⁴²Gordon, R. J., 2015. Secular Stagnation: a supply-side view, *American Economic Review* (105).

interne e riscaldamento, petrolio, prodotti chimici e farmaceutici, innovazioni nel campo delle comunicazioni (la radio, il telefono). L'aumento della produttività crebbe più lentamente solo in seguito al 1970, quando tutti gli sviluppi incrementali primari di tali invenzioni vennero realizzati. La terza rivoluzione industriale (1960) comportò l'arrivo delle innovazioni tecnologiche nei campi della comunicazione, dell'informazione e della robotica. Nei primi anni la terza rivoluzione industriale non poteva reggere il confronto con la precedente. I computer rappresentavano una parte troppo piccola del capitale sociale per generare un impatto evidente sulla crescita complessiva della produttività; essi impedirono semplicemente che il tasso di crescita della produttività tra gli anni '70 e la fine degli anni '90 rallentasse ancora di più⁴³. Successivamente, con l'introduzione massiccia dei progressi di internet e dell'e-commerce si pensava che la new economy avrebbe avuto un impatto sulla crescita economica maggiore di qualsiasi altro evento nella storia economica. Invece dopo un iniziale promettente aumento nella prima metà degli anni 2000, il tasso di crescita della produttività negli anni successivi scese addirittura allo 0,5%. L'impatto della terza rivoluzione industriale sul tasso di crescita della produttività svanì dopo circa un decennio, mentre i benefici apportati dalla seconda rivoluzione industriale hanno continuato ad esistere per 81 anni (1891-1972)⁴⁴. Gordon sostiene che le innovazioni della terza rivoluzione industriale non hanno agevolato la vita dell'uomo nella stessa misura in cui lo avevano fatto le precedenti invenzioni (sostituendo in gran misura la fatica umana con la macchina), ma hanno semplicemente fornito nuove possibilità di consumo nell'ambito del lavoro e del tempo libero⁴⁵: gli smartphone potranno essere ottimali per promuovere la connettività, ma non sono così funzionali all'aumento della produttività. Inoltre ci sono sei fattori che influenzano il lato dell'offerta impedendo un consistente rialzo del tasso di crescita della produttività, chiamati da Gordon *supply-side headwinds*⁴⁶. Essi non sono propri solo dell'economia americana, ma sono condivisi anche da altre nazioni: ogni paese affronta combinazioni differenti di questi venti contrari. Primo: il dividendo demografico (l'aumento della quota di lavoratori attivi sul totale della popolazione di un paese) sta finendo. Secondo: il livello stazionario del rendimento scolastico negli USA. Il numero di statunitensi che completa il percorso di istruzione superiore è costantemente in calo. Ciò a causa dei costi dell'educazione superiore

⁴³Gordon, R. J., 2016. *The Rise and the Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.

⁴⁴*Ibidem*.

⁴⁵*Ibidem*.

⁴⁶Gordon, R. J., 2012. Is US Economic Growth Over? Faltering innovation confronts the Six Headwinds, *National Bureau of Economic Research*.

in rapido aumento che spingono le fasce di reddito più basse a rinunciare al college. Terzo: l'aumento della disuguaglianza nei redditi. Quarto: l'interazione tra globalizzazione e nuove tecnologie (la manodopera estera delle economie emergenti è più economica ed entra in competizione con la forza lavoro delle economie avanzate). Quinto: l'aumento del debito pubblico e privato. Sesto: energia e ambiente. Esiste il problema del riscaldamento globale e paesi come la Cina emettono grandi quantità di CO₂, ma si rifiutano di ridurre le emissioni in quanto ciò sarebbe controproducente per la loro crescita (e perché il Giappone, gli USA e l'Europa non sono stati tenuti a farlo in passato, quando erano loro a crescere). Alcuni di questi venti contrari sono purtroppo inevitabili, poiché intrinsecamente legati all'ascesa delle economie emergenti nel mercato globale: il quarto ed il sesto. Inoltre Gordon non vede, nel prossimo futuro, invenzioni che possano avere un impatto positivo sul tasso di crescita della produttività del calibro di quello dell'elettricità o del motore a combustione interna poiché tali benefici ottenuti sarebbero irripetibili.

2.3 Eckhard Hein: la teoria della stagnation policy

Eckhard Hein⁴⁷ individua caratteristiche del fenomeno della stagnazione secolare nelle economie avanzate simili a quelle identificate da Summers: diminuzione della propensione all'investimento (soprattutto privato) ed aumento della propensione al risparmio, con un conseguente indebolimento della domanda aggregata e della crescita, ma soprattutto dell'utilizzo della capacità produttiva. Tuttavia, secondo Hein, essa non è causata da forze secolari come il calo del tasso di crescita della popolazione o l'esaurimento del progresso tecnologico innovativo e non poggia sulla nozione di tasso d'interesse naturale come equilibrio tra risparmi ed investimenti in condizioni di piena occupazione; la stagnazione scaturisce invece da errate operazioni di investimento sia da parte del settore pubblico sia da parte del settore privato⁴⁸. Questi investimenti nocivi per la crescita della capacità produttiva e per la crescita economica hanno a che fare con il dominio ormai consolidato del capitale finanziario sul capitale produttivo. Hein, prima di analizzare quanto detto, si sofferma anche sul ruolo che hanno i settori di mercato caratterizzati da oligopolio. Gli oligopoli, a causa della capacità in eccesso che si viene a generare, diventano meno propensi ad investire nei loro settori (anche quando potrebbero conseguire profitti stabili o crescenti) in concomitanza

⁴⁷Il lavoro di Hein si basa sull'analisi e riformulazione delle teorie elaborate nella seconda metà del secolo scorso da Josef Steindl, economista post-keynesiano di origine austriaca.

⁴⁸Hein, E., 2016. *Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers*, Working Paper, Levy Economics Institute of Bard College.

con shock negativi della domanda, i quali conducono non alla caduta dei prezzi, ma ad un calo della capacità produttiva. Inoltre gli oligopoli influenzano anche le aziende che operano in configurazioni di mercato dove esiste un buon grado di concorrenza, in quanto esse non hanno mezzi finanziari che possano permettere loro di espandersi e di contrastare le tendenze alla stagnazione generate dai settori oligopolistici⁴⁹. Tutte queste problematiche convergono nel causare cali della domanda e della capacità produttiva. La caduta della capacità produttiva può essere contrastata da misure come aumenti del debito pubblico per sostenere la spesa per investimenti: Hein abbraccia quindi le tesi di Summers. Inoltre concorda con Summers in merito al coordinamento internazionale delle misure di politica fiscale necessarie ad affrontare la stagnazione secolare. Hein a tal proposito riporta un esempio della storia economica tra gli anni '50 ed anni '70 del secolo scorso. In quel periodo i pericoli di una probabile stagnazione secolare furono contrastati tramite misure di politica fiscale basate su corposi aumenti della spesa pubblica per infrastrutture ed istruzione. Tali manovre giacevano su una solida cooperazione internazionale sviluppatasi tra i paesi occidentali, con a capo gli Stati Uniti, generata dall'opposizione compatta di quest'ultimi al blocco orientale con al vertice l'URSS. Quando, in seguito, questa spinta alla cooperazione terminò, anche le tecniche collaborative per far fronte alla stagnazione secolare svanirono⁵⁰. In seguito, Hein passa all'esame della causa principale della contrazione registrata nella crescita delle economie avanzate: il settore finanziario. Hein utilizza l'espressione "*stagnation policy*" per indicare il comportamento delle autorità nazionali che, pur sapendo come operare per favorire il raggiungimento della condizione di piena occupazione, non agiscono a causa della forte opposizione del settore finanziario, il quale ha ormai assunto una posizione di dominio in tutte le economie capitalistiche. La concentrazione sempre più crescente sul settore finanziario rispetto al settore degli investimenti reali da parte delle imprese (il passaggio dalla produzione alla finanza) comporta il sorgere dell'interesse per la speculazione e per la massimizzazione degli interessi a breve termine (*short termism*), piuttosto che per gli investimenti in capitale a lungo termine⁵¹. Hein sostiene che la crescente preponderanza del ruolo della finanza nell'economia causa danni anche dal lato della domanda: sebbene essa stimoli l'economia nel medio periodo consentendo ai consumi di crescere più velocemente del reddito (apportando stabilità alla

⁴⁹*Ibidem*.

⁵⁰Hein, E., 2016. Secular stagnation or stagnation policy? A post-Steindlian view, *European Journal of Economics and Economic Policies* (13).

⁵¹Anche l'incremento dei dividendi, che comporta una diminuzione dei mezzi interni adibiti al finanziamento ed un aumento del livello di indebitamento delle imprese, influisce negativamente sugli investimenti in capitale a lungo termine: si preferisce far lievitare i prezzi delle azioni e distribuire i dividendi piuttosto che investire nei progetti futuri delle imprese.

domanda aggregata e alla crescita), lo fa aumentando l'indebitamento delle famiglie (si ha una redistribuzione del reddito a discapito dei ceti meno abbienti della popolazione) tramite la creazione di nuovi strumenti finanziari e non rispettando adeguati standard per il merito creditizio. Una minore propensione agli investimenti in capitale produttivo a fronte dell'aumento della propensione all'investimento finanziario contribuisce ad una diminuzione della crescita della produttività che conduce a condizioni generali precarie⁵². Ciò è riscontrabile anche a livello internazionale: la nascita di squilibri tra i paesi (alcuni esibiscono deficit, altri esibiscono surplus) causata da liberalizzazioni nei mercati dei capitali finanziari genera movimenti speculativi di capitali ed instabilità nell'economia. Anche Hein, come Summers, per affrontare questi problemi prende in esame politiche di aumento della spesa pubblica per incentivare gli investimenti pubblici in infrastrutture, istruzione, tecnologia in modo da poter stimolare anche gli investimenti ed i consumi nel settore privato; politiche di stabilizzazione ed aumento della quota salariale o di aumento del potere contrattuale dei lavoratori attraverso misure di regolamentazione del settore finanziario; misure di riduzione della propensione al risparmio delle famiglie mediante efficaci redistribuzioni del reddito sia al lordo delle imposte (mediante quote salariali maggiori) sia al netto delle imposte (mediante tassazione progressiva e trasferimenti sociali), nonché tramite riduzioni dell'incertezza che scatena il risparmio precauzionale; operazioni per migliorare il coordinamento internazionale della politica monetaria e della politica fiscale⁵³. Hein arriva ad immaginare un programma di politica economica che comprenda tutto ciò, una sorta di *Global Keynesian New Deal* poggiato soprattutto su tre pilastri fondamentali⁵⁴. Primo: una efficace regolamentazione del settore finanziario per garantire trasparenza, prevenire le crisi e fornire incentivi affinché gli operatori economici si focalizzino sulla crescita a lungo termine e non sui profitti a breve termine. Secondo: politiche macroeconomiche composte da politiche monetarie che abbiano come obiettivo bassi tassi d'interesse a lungo termine, da politiche fiscali che stabilizzino la domanda aggregata al livello di piena occupazione sia nel breve che nel lungo periodo e da misure salariali o reddituali che permettano di regolare la distribuzione dei redditi e di fissare l'inflazione all'inflazione obiettivo. Terzo: ricostruzione di un coordinamento internazionale per le politiche macroeconomiche.

⁵²Hein, E., 2016. Secular stagnation or stagnation policy? A post-Steindlian view, *European Journal of Economics and Economic Policies* (13).

⁵³*Ibidem*.

⁵⁴Hein, E., 2016. *Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers*, Working Paper, Levy Economics Institute of Bard College.

2.4.1 *Kenneth Rogoff: la teoria del superciclo del debito*

In un volume pubblicato alla fine del 2010⁵⁵ Kenneth Rogoff si interroga sui problemi della crescita economica odierna. Le economie avanzate non si trovano, secondo Rogoff, in un periodo di stagnazione secolare destinato a perdurare a causa di una cronica insufficienza della domanda; al contrario, la debole crescita economica post recessione è il segnale che ci troviamo nella fase finale di un cosiddetto superciclo del debito (*debt supercycle*). Rogoff analizza eventi storici degli ultimi 800 anni, mostrando che sono riscontrabili delle evidenti caratteristiche comuni in tutte le crisi, relativamente a cause scatenanti, sviluppi nel tempo ed effetti generati. Nei dieci anni (circa) prima dello scoppio della crisi si nota che i valori del debito e della leva finanziaria aumentano e spingono in alto i prezzi degli asset. Conseguentemente aumenta anche il loro valore come garanzie, che contribuisce all'espansione del credito e comporta un ulteriore aumento dei prezzi degli asset. Gli investitori sono afflitti da euforia finanziaria, illusi di ottenere rendimenti elevatissimi. A lungo andare si genera una bolla, la quale ad un certo punto scoppierà: si ha una riduzione della liquidità e calano drasticamente i prezzi degli asset per periodi prolungati, con gravi conseguenze diffuse. Il calo del prezzo degli strumenti finanziari e delle attività sottostanti (nello specifico riguardo alla Grande Recessione, gli immobili) genera una riduzione del credito. Alcuni intermediari finanziari, dopo il precedente benessere nel periodo di euforia finanziaria, possono ritrovarsi senza liquidità e rischiare l'insolvenza, fenomeno che tende a diffondersi nei mercati finanziari. Si ha poi un evidente calo della produzione, dell'occupazione e della crescita economica, seguiti da un lento recupero del reddito pro-capite (Rogoff usa l'espressione "forma a U" per indicare il lento e graduale recupero del sistema in seguito ad una crisi). Ma soprattutto, si manifesta un drastico aumento del debito pubblico. Ecco cos'è il superciclo del debito: una spirale continua che consiste in sostanza in una serie di bolle, intervallate da crisi finanziarie che generano elevati livelli del debito. Il problema è che il debito, prima o poi, deve essere ripagato o quantomeno tenuto a livelli tali da impedirgli di minare la stabilità economica.

⁵⁵Tale volume è un corposo studio avvalorato da analisi dettagliate di una moltitudine di avvenimenti economici. In questa sede si proverà ad offrire un sunto di quelli che sono i concetti fondamentali di tale opera, dato che non sarebbe possibile effettuare qui un'analisi completa dell'intero volume vista la mole considerevole degli argomenti che tratta. Si veda: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*. Milano: Il Saggiatore.

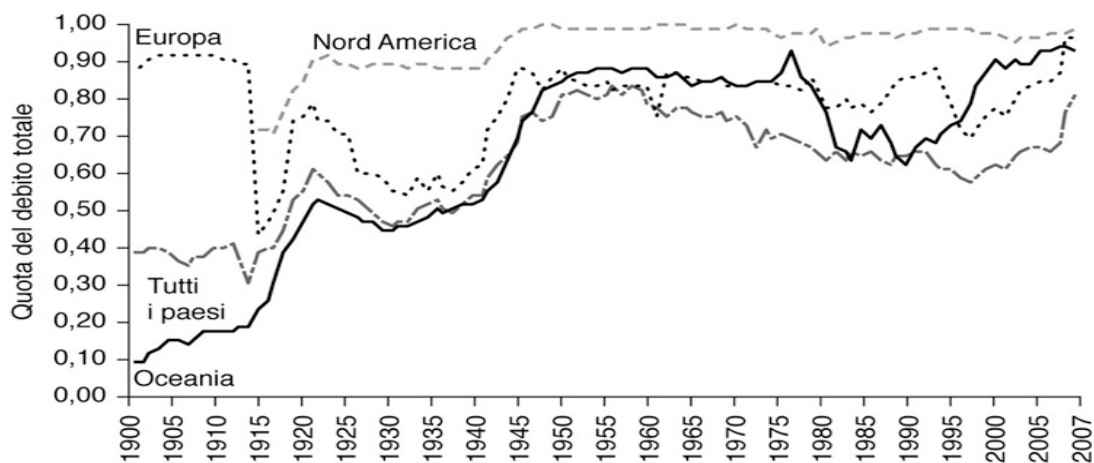


Figura 5. Quota di debito pubblico domestico sul debito totale: economie avanzate. (Fonti: Società delle Nazioni; ONU).

L'eccessiva accumulazione del debito domestico, resa possibile dai fallimenti di una inadeguata regolamentazione prudenziale sull'accumulazione di debito, è la causa primaria dei problemi delle economie avanzate (Fig. 5): i fallimenti, anche in seguito all'ultima crisi, sono causati dalla non comprensione dei sintomi sistemici delle crisi nel sistema del superciclo del debito. Per comprendere ciò, secondo Rogoff, è necessaria un'analisi storico-economica mediante un approccio basato sui fondamentali macroeconomici e sui valori del debito pubblico, sui prezzi degli immobili e degli strumenti finanziari (approccio diverso rispetto a quello di Summers, che si basa sull'analisi di fattori secolari)⁵⁶. Per far fronte alla crisi sarebbe stato ottimale perseguire in maniera più incisiva politiche di ristrutturazione e ricapitalizzazione delle banche e soprattutto di taglio del debito. Rogoff, a differenza di Summers, è sempre stato un sostenitore delle politiche di austerità applicate nell'Eurozona. Tuttavia, secondo Rogoff, in molti casi le politiche per tagliare il debito non furono abbastanza intensive: molti paesi non hanno perseverato nelle riduzioni, interrompendole prematuramente. Queste manovre approssimative sono figlie di un eccessivo ottimismo. Le previsioni fatte dalle varie istituzioni finanziarie nazionali ed internazionali e dalle banche centrali sull'andamento delle economie dei paesi avanzati furono eccessivamente ottimistiche, poiché poggiavano sul fatto che tali organismi fossero infallibili quando conducevano i loro studi. Le banche centrali, sin dagli anni '80, si erano autoconvinte delle rispettive stime dell'obiettivo di inflazione ottimale tale da garantire stabile inflazione, stabile occupazione e stabile produzione⁵⁷. Inoltre si credeva che abbassando il livello del debito solo in un primo

⁵⁶Reinhart, C. M., Reinhart, V. R., e Rogoff, K. S., 2012. Public Debt Overhangs: Advanced-Economy episodes since 1800, *Journal of Economic Perspectives* (26).

⁵⁷*Ibidem*.

momento, il recupero post crisi sarebbe stato a forma di V, ossia “ Brusca caduta e rapida risalita”. In realtà la teoria del superciclo del debito ci dice che la situazione, stando all’analisi di tutte le crisi passate, è a forma di U⁵⁸. Questo ottimismo ingannevole che impedisce di utilizzare il giusto metodo per esaminare i parametri economici per poi trarre le corrette conclusioni deriva da un concetto fondamentale della teoria del superciclo del debito, chiamato da Rogoff “*This time is different syndrome*”⁵⁹. Questo concetto mette a tacere anche l’opinione diffusa secondo cui il periodo dopo il 2000 sarebbe stato diverso dai precedenti, senza alcuna crisi. Rogoff punta il dito quindi contro la onnipresente ripetitività degli errori nell’analisi dei sintomi delle crisi. La convinzione che i vecchi parametri di analisi non siano più validi è errata: il superciclo del debito ci mostra come sia possibile rilevare una uniformità di elementi costitutivi delle crisi finanziarie, che può essere usata per trovare rimedi contro il debito elevato. Non è necessario ideare nuovi modelli come fa Summers per spiegare una fantomatica insufficienza cronica della domanda⁶⁰. Rogoff, tuttavia, riconosce una evidente importanza nel declino del tasso di crescita della popolazione nelle economie avanzate, il quale, insieme alla sempre più decrescente partecipazione femminile alla forza lavoro⁶¹, causa nel lungo periodo difficoltà nel fornire contributi al conseguimento di una crescita economica sostenibile. Però, pur concordando su questo con Summers, Rogoff si stacca del tutto dal suo collega in merito all’altro fattore secolare: la tecnologia. Secondo Rogoff il progresso tecnologico non è in una fase di stallo (Hansen), ma nemmeno è ritornato a livelli più bassi di quelli nei decenni precedenti (Summers). La convinzione che esista un qualche rallentamento, o addirittura sospensione, del progresso tecnico-scientifico è una conseguenza indiretta della congettura secondo cui alcuni settori tecnologici si sono trovati in carenza di finanziamenti a causa della restrizione sulla concessione del credito dopo l’ultima crisi finanziaria. I fatti non sostengono tali supposizioni: nelle economie avanzate lo sviluppo tecnologico, soprattutto nei campi dell’informazione e delle comunicazioni, riceve continue e rapide spinte innovative dalla globalizzazione, portando all’ottenimento di prodotti la cui realizzazione sarebbe stata impensabile anche solo vent’anni addietro. Questi prodotti ben identificano l’incremento del

⁵⁸Rogoff, K. S., 2016. *Debt Supercycle, Not Secular Stagnation*. Cambridge: MIT Press.

⁵⁹Dice Rogoff: “Esso indica la pervicace convinzione che le crisi finanziarie siano cose che accadono ad altri, in altre nazioni e in altri tempi; le crisi non colpiscono noi, qui e ora. Noi siamo più bravi, più intelligenti e abbiamo imparato dagli errori passati. Le vecchie regole di valutazione non si applicano più”. Si veda: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*. Milano: Il Saggiatore.

⁶⁰Invece, secondo Rogoff, sarebbe ottimale sviluppare un completo ed esaustivo modello macroeconomico che sia in grado di incorporare la teoria del superciclo del debito nei modelli macroeconomici attualmente in uso.

⁶¹Rogoff afferma che nei decenni passati, ogniqualvolta la percentuale di donne nella forza lavoro cresceva si assisteva ad un aumento non indifferente della produzione pro-capite. Si veda: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*. Milano: Il Saggiatore.

benessere e della qualità della vita degli individui⁶². Tuttavia tali positività spesso non sono empiricamente visibili nei dati. Infatti gli studi basati sul prodotto interno lordo come indicatore della crescita economica, soprattutto nel lungo periodo, non includono l'effettivo surplus del consumatore generato da tali progressi tecnologici, nello specifico quelli ottenuti nei campi dell'informazione e della connettività (ad esempio i social network). Essi sono inficiati dalla errata convinzione che il progresso tecnologico sia più lento o stagnante. Si arriva così a sottostimare l'effettiva crescita attuale, poiché non viene preso in considerazione l'apporto al benessere dei soggetti economici da parte degli sviluppi tecnologici sopracitati; al contrario, vengono spesso inclusi nelle analisi soltanto i costi ed i fattori negativi generati dall'innovazione tecnico-scientifica (ad esempio il danneggiamento ambientale) che generano una riduzione del benessere. Rogoff ribadisce l'importanza del progresso tecnologico citando Robert Solow⁶³ a sostegno della sua tesi, richiamando l'omonimo modello. In esso, la tecnologia (ultimo elemento introdotto nel modello, dopo lavoro e capitale) è il fattore scatenante ultimo della crescita del reddito pro-capite, come conseguenza di una più elevata produzione per addetto⁶⁴. Rogoff, in accordo con il modello di Solow, afferma che la crescita verificatasi a partire dal secondo dopoguerra nelle economie avanzate è stata causata più dal progresso tecnologico che dall'accumulazione di capitale⁶⁵: non si rileva il dannoso eccesso di propensione al risparmio che, secondo la teoria della stagnazione secolare, dovrebbe essere aumentato a tal punto da danneggiare la crescita economica. L'unica vera preoccupazione che Rogoff esprime è che il progresso tecnologico potrebbe superare la nostra capacità di adattarci socialmente ad esso, piuttosto che esista una presunta fase di stallo o rallentamento nell'innovazione tecnico-scientifica⁶⁶.

⁶²Rogoff, K. S., 2016. *Debt Supercycle, Not Secular Stagnation*. Cambridge: MIT Press.

⁶³*Ibidem*.

⁶⁴Nel modello di Solow, il progresso tecnologico è il risultato delle spese per ricerca e sviluppo. Se la crescita è generata dal progresso tecnologico, la produzione per addetto cresce allo stesso tasso di crescita del progresso tecnologico (situazione di crescita bilanciata); se la crescita è generata da aumenti della propensione al risparmio, la produzione per addetto cresce ad un tasso maggiore del tasso di crescita del progresso tecnologico. Si veda: Blanchard, O., 2016. *Macroeconomia. Una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino.

⁶⁵*Ibidem*. Nel modello di Solow, data l'assunzione di sostituibilità tra capitale e lavoro, si ha un equilibrio economico stabile nel quale la crescita economica nel lungo periodo è funzione solamente del progresso tecnologico.

⁶⁶Rogoff, K. S., 2016. *Debt Supercycle, Not Secular Stagnation*. Cambridge: MIT Press.

2.4.2 Affrontare il superciclo del debito

Riguardo al basso livello dei tassi d'interesse reali, Rogoff si focalizza sugli errori commessi dai sostenitori della teoria della stagnazione secolare, causati, secondo lui, da modelli di analisi che partono da ipotesi errate riguardo a certi fenomeni economici (come riguardo all'errata concezione del progresso tecnologico). Il problema della teoria della stagnazione secolare è che essa si concentra eccessivamente sulla relazione tra l'insufficienza della domanda ed il perennemente basso livello del tasso d'interesse reale. Rogoff inoltre afferma che il tasso d'interesse reale "vero" non sia effettivamente osservato. Per individuare questo vero tasso d'interesse reale occorrerebbe ricavare un indice dei prezzi basato sull'utilità, cosa estremamente difficile in un mondo in cui cambiano in maniera repentina sia i beni di cui usufruiscono i consumatori sia le modalità in cui tali beni vengono consumati in relazione al progresso tecnologico⁶⁷. Di nuovo ritorna la tecnologia: essa influenza anche la scelta dei beni ed il modo in cui sono consumati, per cui se si parte dall'assunzione che il progresso tecnologico sia stagnante, non si potrà mai prendere in considerazione il suo effetto che concorre alla realizzazione di un corretto metodo per individuare il vero tasso d'interesse reale. Il valore effettivo del vero tasso d'interesse reale è, secondo Rogoff, decisamente più alto di quello osservato⁶⁸. Rogoff poi rivolge la sua attenzione ai mercati finanziari. I valori bassi dei tassi d'interesse possono essere causati dall'elevata restrizione sulla concessione del credito a seguito di una crisi finanziaria. La regolamentazione finanziaria e bancaria che riduce la tipologia di possibili richiedenti di prestiti, prediligendo solo i soggetti con bassi rischi di insolvenza (come società e governi solidi), non consente di accedere ai prestiti a molti soggetti economici con differenti rischi di insolvenza che potrebbero contribuire ad un innalzamento dei tassi d'interesse⁶⁹. Inoltre si manifesta un ulteriore problema in seno al ragionamento di Summers: i bassi tassi d'interesse osservati, su cui si focalizza la teoria della stagnazione secolare, non fanno nulla per incoraggiare la spesa pubblica per investimenti tanto propugnata da Summers al fine di riportare l'economia alla condizione di piena occupazione. La spesa per investimenti, affinché sia efficace, richiede non solo un valore atteso positivo del progetto intrapreso (dato il tasso d'interesse), ma soprattutto un impegno per quanto riguarda la capacità di assunzione del rischio, di fatto non possibile se un paese presenta una situazione precaria con un alto livello di debito. L'aumento del debito pubblico

⁶⁷*Ibidem.*

⁶⁸Una distorsione dal "vero" valore è riscontrabile anche nel tasso di inflazione, il cui vero valore sarebbe di gran lunga più basso del valore proposto dagli studi delle banche centrali.

⁶⁹Lo, S., Rogoff, K. S., 2015. Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Year On, *Bank for International Settlements Working Papers*.

trasformerà anche il vecchio debito sicuro del governo in debito rischioso e l'eccesso di debito rischioso aumenterà, aggravando il problema. È difficile ripagare un debito di dimensioni sempre maggiori, se non con un sistema di ulteriore indebitamento che, però, alla fine crolla su sé stesso⁷⁰. Rogoff si trova in disaccordo con le soluzioni di politica fiscale che mirano ad un incremento della spesa pubblica per infrastrutture sostenuta dal debito in modo da contrastare il basso tasso d'interesse reale e l'alta disoccupazione. Queste misure potrebbero apportare dei benefici, se il governo che le mette in atto non fosse esposto ad un eccessivo rischio di mercato oppure che, se esposto ad esso, fosse in grado di sostenerlo. Inoltre è bene tenere a mente che “investimenti pubblici” non significa “intraprendere qualsiasi progetto d'investimento, anche se mediocre, quando si vedono tassi d'interesse bassi”⁷¹. Bisognerebbe disporre di metodi infallibili per essere sempre in grado di discernere tra investimenti che sono degni di essere intrapresi ed investimenti che non lo sono. Rogoff afferma “*Debt is not free*”⁷². Infatti sostenere una spesa pubblica per investimenti mediocri o di bassa qualità purché capaci di mettere al lavoro gli individui, quando i tassi d'interesse sono bassi, è un atteggiamento pericoloso che può causare ripercussioni negative per le piccole imprese e la classe media, accentuando le disuguaglianze. Per Rogoff quindi la stagnazione secolare è una teoria che, concentrandosi sulla troppo marcata analisi di fattori secolari, non descrive in maniera efficace i duri colpi subiti dall'economia (ad esempio il più recente scoppio della bolla immobiliare). Essa si concentra su dinamiche lente che non spiegano la discontinuità degli sviluppi economici e propone contromisure estremamente pericolose basate sull'incremento del debito⁷³. Invece, l'eccessivo livello di debito è il nemico principale da sconfiggere⁷⁴: la teoria del superciclo del debito trova corrispondenze tra la situazione attuale e centinaia di anni di esperienze di crisi finanziarie ed afferma che il superciclo del debito non è una condizione perpetua in cui l'economia è destinata ad affogare. Le crisi economiche che si intervallano nel ciclo economico sono un fattore atavico della storia economica e non sono totalmente eliminabili, tuttavia i loro effetti nocivi possono essere mitigati. Giocano qui un ruolo fondamentale soprattutto le politiche di taglio (*write-down*) del debito privato e pubblico, anche mediante politiche tributarie che, se ben

⁷⁰DeLong, J. B., 2015. The scary debate over Secular Stagnation, *The Milken Institute Review*.

⁷¹Rogoff, K. S., 2016. *Debt Supercycle, Not Secular Stagnation*. Cambridge: MIT Press.

⁷²*Ibidem*.

⁷³Lo, S., Rogoff, K. S., 2015. Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Year On, *Bank for International Settlements Working Papers*.

⁷⁴*Ibidem*. Rogoff afferma “until significant pockets of private, external and public debt overhang further abate, the potential role of other headwinds to economic growth will be difficult to quantify”.

consegnate, possono avere un duplice effetto: la riduzione delle disuguaglianze e la riduzione del debito a livelli per cui non possa essere dannoso per la crescita economica. In questo modo si può spingere l'economia verso la fase ascendente del superciclo del debito, in cui essa inizia a riprendersi e la nuova crescita economica supererà le onerose regolamentazioni finanziarie sulla concessione del credito permettendo ai tassi d'interesse di crescere. Secondo le analisi empiriche condotte da Rogoff, la durata media delle conseguenze negative di una crisi finanziaria è di 5 anni per la disoccupazione, 6 anni per il mercato immobiliare e 2 anni per la crescita⁷⁵. Considerando che alcune di queste conseguenze possono anche sovrapporsi, la stima plausibile del tempo necessario alla scomparsa di una crisi finanziaria è pari a dieci anni. Infine, a differenza della stagnazione secolare, che è uniforme per le economie avanzate, il superciclo del debito non è simmetrico per tutte le nazioni e dipende da caratteristiche proprie di ognuna di esse. Gli USA ed il Regno Unito hanno quasi raggiunto la fine del superciclo, l'Eurozona è ancora nel mezzo di esso⁷⁶. Perciò ogni economia deve “vedersela da sé” con il proprio superciclo del debito, in base alla situazione in cui si trova; un coordinamento internazionale sulle contromisure da adottare (come sostiene Summers) non è quindi plausibile.

CAPITOLO 3: UN'ANALISI DELLA SITUAZIONE IN EUROZONA

Alla luce di quanto detto finora è possibile esaminare la situazione dei paesi dell'Eurozona oggi, a più di dieci anni dallo scoppio della Grande Recessione. Tutte le teorie economiche presentate, seppur focalizzandosi su analisi differenti, sono accomunate dal fatto che esse evidenziano all'unisono un elemento problematico empiricamente osservato nel mercato, ossia il livello del tasso d'interesse reale: le economie avanzate esibiscono un andamento decrescente del tasso d'interesse reale. I dati mostrano (Fig. 6) l'andamento decrescente dei tassi d'interesse reali già ben prima del periodo della Grande Recessione. I tassi di interesse reali medi sono sempre inferiori oggi rispetto al periodo precedente e ci si aspetta che rimarranno inferiori al 1 % (si veda il paragrafo **1.2**).

⁷⁵Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*. Milano: Il Saggiatore.

⁷⁶Rogoff, K. S., 2016. *Debt Supercycle, Not Secular Stagnation*. Cambridge: MIT Press.

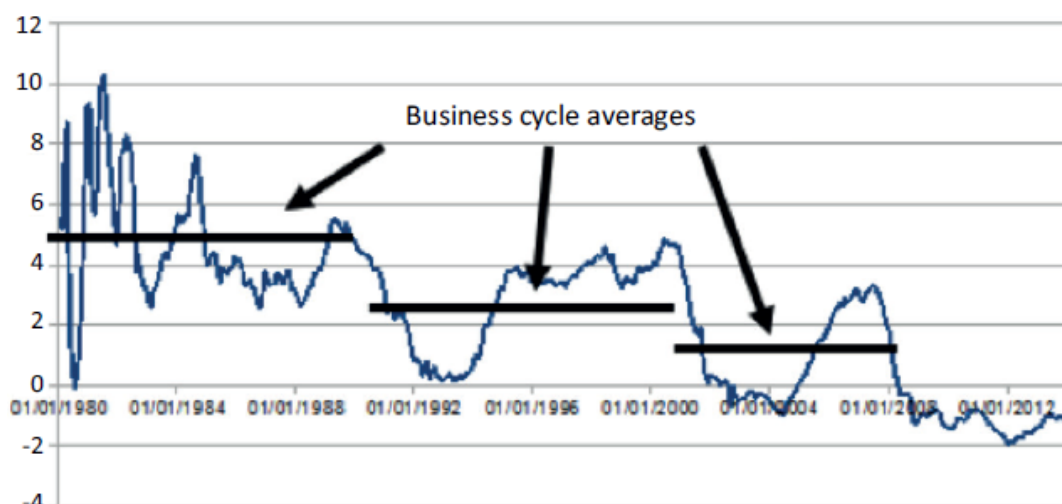


Figura 6. Andamento del tasso d'interesse reale. (Fonti: Krugman, P. R., 2014. *Four observations on secular stagnation.*, incluso in Teulings, C. N., Baldwin, R. E., 2014. *Secular Stagnation: Fact, Causes and Cures.* London: Centre for Economic Policy Research Press).

Se ci si focalizza sul gruppo dei paesi dell'Eurozona, si nota che i principali tassi europei sono addirittura ormai negativi (specialmente dopo la crisi del debito sovrano). In Eurozona si manifesta infatti un tasso d'interesse estremamente basso e destinato a rimanere in tale posizione, come confermato da Benoît Coeuré, ex membro del comitato esecutivo della Banca Centrale Europea: *"Today, we face an exceptional situation where the real equilibrium rate is very low"*⁷⁷. Inoltre, a partire dagli anni '80 le politiche monetarie impiegate dalle banche centrali furono focalizzate sull'ottenimento di obiettivi di medio termine, ritenendo che i bassi valori dei tassi d'interesse fossero soltanto temporanei⁷⁸ e non invece correlati ad un problema endemico dell'economia. Questi bassi valori non sono perciò il risultato di un'anomalia economica episodica, ma di un problema più complesso. Tali valori dei tassi d'interesse reali, insieme alle insoddisfacenti performance economiche nelle economie avanzate, sono dovuti a fattori ciclici oppure a fattori strutturali e secolari? La stagnazione secolare è il nuovo paradigma teorico con cui esaminare i fenomeni economici in atto oppure si tratta "solo di una moda passeggera"⁷⁹ che dovrebbe essere rifiutata in favore di altri approcci differenti? Osserviamo alcuni dati relativi all'Eurozona per effettuare una disamina del fenomeno. La minaccia della stagnazione secolare è un problema non trascurabile per quanto riguarda la situazione dell'Eurozona a causa di alcune evidenti ragioni. I dati demografici sulla situazione

⁷⁷Coeuré, B. G., 2016. *The ECB's operational framework in post-crisis times*, speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 40th Economic Policy Symposium, 27 Aug.

⁷⁸*Ibidem.*

⁷⁹Teulings, C. N., Baldwin, R. E., 2014. *Secular Stagnation: Fact, Causes and Cures.* London: Centre for Economic Policy Research Press.

europea non sono molto incoraggianti ed influenzano negativamente la propensione al risparmio. Quest'ultima è stata infatti acuita dal principale fattore secolare analizzato da Summers: il declino del tasso di crescita della popolazione. Lo stesso Rogoff⁸⁰, che si pone su posizioni antitetiche rispetto ai sostenitori della teoria della stagnazione secolare, ha riconosciuto (si veda il paragrafo **2.4.1**) l'innegabile importanza di questo fattore secolare: il declino del tasso di crescita della popolazione assume quindi una rilevanza di grande spessore, anche in analisi economiche diametralmente opposte. La seguente tabella (Tab. 1) mostra i dati relativi al rallentamento della crescita demografica nelle economie avanzate nei periodi precedenti e successivi all'ultima crisi.

	1970	1990	2010
USA	1,2	1,1	0,8
Cina	2,8	1,5	0,5
Giappone	1,1	0,3	0,02
Germania	0,3	0,9	-0,1
Francia	0,8	0,6	0,5
Italia	0,5	0,08	0,3
Eurozona	0,5	0,5	0,2

Tabella 1. Tasso di crescita della popolazione nelle economie avanzate. (Fonti: Banca Mondiale).

Il declino del tasso di crescita della popolazione ha influito su due importanti fattori economici: il sopracitato aumento della propensione al risparmio e l'ulteriore aumento della disoccupazione. Per quanto riguarda il primo fattore, possiamo esaminare la chiara relazione tra la diminuzione del tasso di crescita della popolazione e l'aumento della propensione al risparmio. Si nota che l'accumulo di risparmio avvenuto in Cina, Giappone e USA è avvenuto anche in Eurozona: l'andamento demografico ha influenzato la dinamica del risparmio necessario a mantenere il consumo lungo tutta la vita (Tab. 2).

⁸⁰Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*. Milano: Il Saggiatore.

	1970	1990	2010
USA	-1,44	-0,44	-0,11
Cina	-0,18	-0,69	0,29
Giappone	-1,72	-0,67	0,49
Germania	0,14	0,99	1,27
Francia	0,3	0,9	1,1
Italia	0,41	1,28	1,44
Eurozona	-0,03	0,66	1,49

Tabella 2. Propensione al risparmio (in % del PIL) nelle economie avanzate. (Fonti: Banca Mondiale).

L'Eurozona ha subito un cambiamento demografico che ha modificato le caratteristiche della popolazione causando un'accelerazione all'accumulo del risparmio. Il risparmio desiderato è cresciuto negli ultimi 40 anni. Le tabelle mostrano come la Germania, economia principale dell'Eurozona, abbia avuto un ruolo di primo piano in questo processo, data l'evidente crescita negativa della popolazione che ha registrato. Si richiama la posizione di Bernanke (si veda il paragrafo 2.1): la Germania, dopo la crisi, è stata la nazione che ha contribuito di più alle conseguenze negative generate dall'accumulo di risparmio, causando squilibri per i paesi periferici dell'Eurozona. Questo eccesso di risparmio influisce negativamente sul tasso d'interesse reale naturale, abbassandone il livello. In merito al secondo fattore, prima della crisi l'Eurozona ha beneficiato dell'aumento della partecipazione alla forza lavoro e del calo della disoccupazione, che hanno più che compensato la contrazione della popolazione in età lavorativa. In seguito, tuttavia, il declino demografico ha contribuito a far crescere la popolazione in età lavorativa più lentamente della popolazione totale (Fig. 7) e ad abbassare il tasso di partecipazione alla forza lavoro (Fig. 8): durante la crisi, il contributo del lavoro alla crescita pro-capite in Eurozona è diventato negativo per poi arrivare ad una disoccupazione dilagante (le Figure 7 e 8 riportano quanto detto in relazione ad economie avanzate come Giappone e Stati Uniti).

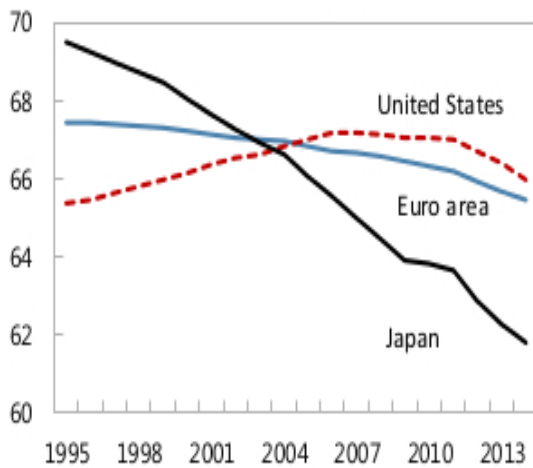


Figura 7. Popolazione in età lavorativa (in % della popolazione totale). (Fonti: FMI).

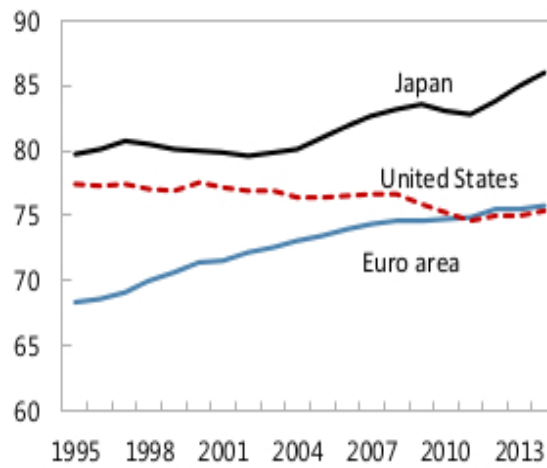


Figura 8. Partecipazione alla forza lavoro (in % della popolazione in età lavorativa). (Fonti: FMI).

Inoltre il tasso di disoccupazione nell'Eurozona, già alto prima della crisi, nonostante qualche momentaneo miglioramento è quasi all'11% nell'area dell'euro e al 25% in Grecia⁸¹. Esso sembra essersi stabilizzato ad un livello alto, senza mostrare un calo, rispetto ad altre economie avanzate (Fig. 9, confronto con l'andamento negli USA), soprattutto per i giovani e per i disoccupati di lunga durata. Questi ultimi (ossia la percentuale di disoccupati da oltre un anno sui disoccupati totali) continuano ad aumentare, incrementando i rischi di erosione delle competenze e l'ulteriore disoccupazione, mentre l'elevata disoccupazione giovanile potrebbe anche danneggiare il potenziale capitale umano⁸². Ad esempio, si prevede che il tasso di disoccupazione rimarrà più elevato rispetto al livello del periodo di crisi in Italia; uguale al livello degli anni di crisi in Francia⁸³. Un significativo aumento della crescita economica, basato su una maggiore spesa per politiche attive sul mercato del lavoro contribuirebbe ad aumentare le opportunità di lavoro, soprattutto per i giovani.

⁸¹IMF (2016). *World Economic Outlook*, Washington DC: International Monetary Fund, April (database).

⁸²Teulings, C. N., Baldwin, R. E., 2014. *Secular Stagnation: Fact, Causes and Cures*. London: Centre for Economic Policy Research Press.

⁸³IMF (2016). *World Economic Outlook*, Washington DC: International Monetary Fund, April (database).

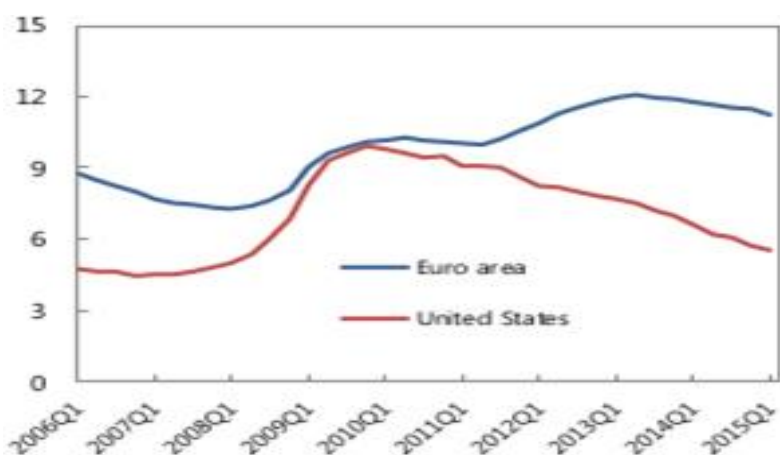


Figura 9. Andamento del tasso di disoccupazione in USA ed in Eurozona. (Fonti: Eurostat; FMI).

Inoltre, come mostrato dalla successiva tabella (Tab. 3), la crescita dell'occupazione nell'Eurozona è prevista con un valore pari allo 0,2% annuo rispetto allo 0,5% previsto per gli Stati Uniti d'America. Per quanto riguarda l'andamento della crescita dei paesi dell'Eurozona, si osserva come le previsioni effettuate in passato riguardo alle performance di crescita dell'Eurozona (così come Summers notava a proposito degli Stati Uniti, si veda il paragrafo 1.2.1) si siano rivelate errate (Fig. 10). È evidente che la produzione è molto lontana dal suo potenziale previsto a partire dal 2007-2008. Ancora più preoccupante è l'osservazione che il divario tra PIL attuale e PIL potenziale sembra rappresentare un problema permanente, poiché tale divario non tende a diminuire nonostante la produzione potenziale sia stata fortemente ridimensionata (in Eurozona il PIL è quasi inferiore del 15% rispetto al suo potenziale stimato per il 2008 e la produzione potenziale è stata ridotta di quasi il 10%)⁸⁴.

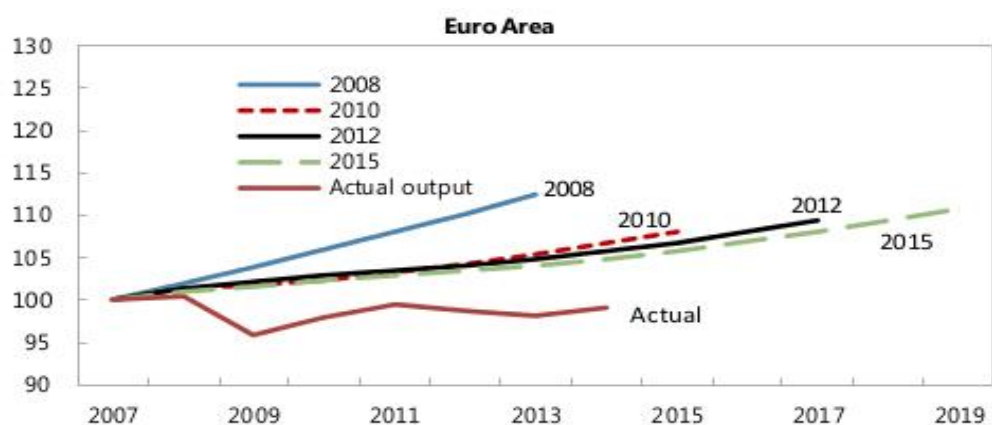


Figura 10. PIL attuale e previsioni del PIL potenziale in Eurozona. (Fonti: FMI; Bloomberg).

⁸⁴Summers, L. H., 2018. The threat of secular stagnation has not gone away. *Financial Times*, 6 May.

Tuttavia ciò non significa che tali problemi della crescita economica nell'Eurozona siano dovuti a fattori secolari come il declino del tasso di crescita della popolazione. Riprendendo le affermazioni di Rogoff si ricorda come il focus sui valori insoddisfacenti del Prodotto Interno Lordo sia uno strumento fallace per condurre l'analisi sui problemi della crescita economica: il PIL non incorpora l'effettivo surplus del consumatore generato dai progressi tecnologici nei campi dell'informazione e della connettività (si veda il paragrafo 2.4.1). In Europa infatti lo sfruttamento del potenziale delle tecnologie ICT è stato relativamente lento rispetto a quello degli USA, nonostante l'Eurozona si affidi pesantemente agli Stati Uniti per quanto riguarda le innovazioni nei settori delle tecnologie ICT⁸⁵ (i punti di riferimento sono ad esempio i cluster come la Silicon Valley). La seguente tabella mostra le proiezioni dell'OCSE riguardo alla crescita per il periodo 2014-2030: risulta chiaro che la crescita della produttività pre-crisi in Europa non si è generalmente allineata con quella negli USA.

	PIL reale 1995-2007	Occupazione 1995-2007	PIL/addetto 1995-2007	PIL reale 2014-2030	Occupazione 2014-2030	PIL/addetto 2014-2030
Eurozona	2,3	1,3	1,0	1,7	0,2	1,5
USA	3,2	1,2	2,0	2,4	0,5	1,9
Francia	2,2	1,1	1,1	2,2	0,3	1,9
Germania	1,6	0,4	1,2	1,1	-0,5	1,6
UK	3,3	1,0	2,3	2,6	0,6	2,0
Grecia	3,9	1,3	2,6	2,2	0,2	2,0
Irlanda	7,2	4,3	2,9	2,3	1,2	1,1
Italia	1,5	1,2	0,3	1,5	0,3	1,2
Portogallo	2,4	1,0	1,4	1,4	0,3	1,1
Spagna	3,7	3,6	0,1	1,5	0,9	0,6

Tabella 3. Crescita pre-crisi e proiezioni di crescita nel lungo periodo (in % annua) in USA ed in Eurozona.

(Fonti: OCSE).

Più in generale, la crescita della produttività nei paesi dell'Eurozona è stata spesso frenata da una concorrenza debole, da una regolamentazione eccessiva e da carenze di capitale umano che hanno influenzato negativamente il tasso di crescita della produttività (soprattutto nei settori dei servizi commercializzati, come quelli tecnologici)⁸⁶. Secondo gli studi di Crafts si

⁸⁵Oulton, N., 2012. Long-Term implications of the ICT Revolution: applying the Lessons of Growth Theory and Growth Accounting, *Economic Modeling* (29).

⁸⁶Crafts, N. F. R., 2013. Long-Term Growth in Europe: what difference does the Crisis make?, *National Institute Economic Review* (224).

ipotizza che la futura crescita della produttività europea migliori generalmente rispetto ai risultati degli ultimi anni, considerando effettuabile l'implementazione di politiche che influenzino il lato dell'offerta⁸⁷. Seguendo la teoria di Gordon, influenzare l'offerta aggregata, anziché la domanda aggregata, tramite riforme strutturali che siano in grado di risollevare il tasso di crescita della produttività (fattore propulsore della crescita economica secondo Gordon) sarebbe la strategia più auspicabile⁸⁸. Si nota infatti come il tasso di crescita della produttività nei paesi dell'Eurozona sia inferiore non solo a quello degli USA, ma anche a quello di altre economie avanzate (Fig. 11). Queste riforme mirerebbero ad espandere la produzione tramite la semplificazione burocratica ed amministrativa o una maggiore flessibilità del mercato del lavoro (alcuni paesi come Francia ed Italia hanno effettuato negli ultimi anni riforme strutturali per rendere maggiormente flessibile il mercato del lavoro e ridurre i benefici pensionistici).

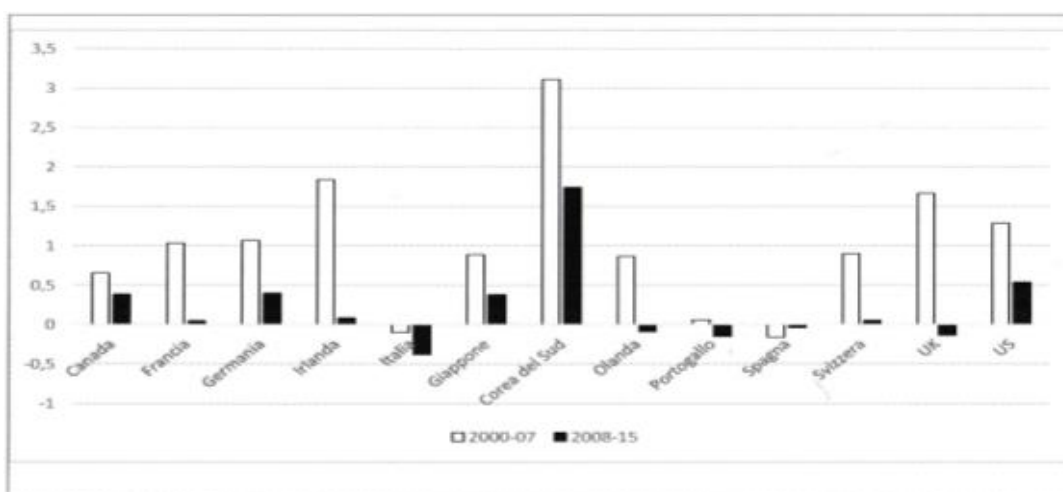


Figura 11. Tassi di crescita della produttività nelle economie avanzate. (Fonti: OCSE).

Queste riforme, tuttavia, se male applicate, possono rischiare di rendere molto difficile la ricerca di un nuovo lavoro per gli individui che lo hanno perduto, generando così effetti non del tutto positivi sul tasso di disoccupazione già elevato. I valori elevati del tasso di disoccupazione di cui si è parlato sono dovuti anche ad un grosso problema di implementazione di inefficaci politiche economiche nell'Eurozona. Le radici di ciò non sono comunque da ricercare solamente in un fattore secolare come il declino del tasso di crescita della popolazione di cui detto in precedenza. Infatti, quando i paesi del sud dell'Eurozona furono costretti a subire le politiche di austerità da parte della Commissione Europea a causa

⁸⁷*Ibidem.*

⁸⁸Gordon, R. J., 2015. Secular Stagnation: a supply-side view, *American Economic Review* (105).

degli alti valori del loro rapporto debito/PIL (le teorie di Rogoff, estremamente ostili al mantenimento di alti valori del debito, ebbero un ruolo determinante in questo periodo)⁸⁹, essi divennero debitori dei paesi del nord dell'Eurozona in possesso di ampie disponibilità liquide e furono costretti ad ampi tagli di spesa pubblica e a riduzioni dei salari e dei prezzi relativi ai paesi creditori, dovendo sottostare alle regole emanate dalla Commissione Europea che si era posta a sostegno dei paesi creditori⁹⁰. Gli squilibri nell'Eurozona vennero così affrontati tramite aggiustamenti asimmetrici, il cui peso fu sostenuto esclusivamente dai paesi debitori che, a causa dei tagli di spesa pubblica e della riduzione dei prezzi, affrontarono un drastico declino dell'inflazione che portò inevitabilmente ad un aumento del tasso di disoccupazione⁹¹. Inoltre i tagli della spesa pubblica causati dall'austerità nei paesi debitori non sono stati compensati da aumenti della spesa pubblica nei paesi creditori (in quanto essi miravano a mantenere un surplus di vantaggio) diffondendo così una generale tendenza all'aumento della propensione al risparmio⁹². Ma questo disequilibrio tra una sempre più alta propensione al risparmio ed una sempre più bassa propensione all'investimento che ritorna continuamente non è, secondo Rogoff, un buon motivo per avvalorare l'ipotesi di una situazione di stagnazione secolare; tantomeno si può procedere con aumenti della spesa pubblica, anche sostenuta da incrementi di debito, per tentare di risanare i problemi dell'economia. Il vero problema è invece, secondo Rogoff, il debito. Finché non si procederà con incisive riduzioni dei pericolosi livelli di debito (oltre all'elevato debito del settore pubblico, molti paesi dell'Eurozona devono anche affrontare la necessità di ulteriori riduzioni del debito nel settore privato) *“the adverse economic impacts from the debt super-cycle will continue to impede economic growth and, consequently, whether the economy is actually experiencing secular stagnation or not is still unknown”*⁹³. Per Rogoff la teoria della stagnazione secolare ha dei punti oscuri (il declino demografico non spiega lo sviluppo ed il crollo delle bolle immobiliari) che inficiano perciò la validità delle conclusioni a cui la teoria giunge riguardo alle misure di incremento di spesa pubblica finanziata da debito. Rogoff afferma che invece le prove a favore delle misure di superamento del debito non sono meramente qualitative, ma

⁸⁹Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. Growth in a Time of Debt, *National Bureau of Economic Research*.

⁹⁰De Grauwe, P., 2015. Secular stagnation in the Eurozone. *Centre for Economic Policy Research Portal*, 30 Jan.

⁹¹*Ibidem*.

⁹²*Ibidem*. De Grauwe afferma inoltre che molte società non finanziarie mostrano un continuo incremento del risparmio in eccedenze finanziarie per ripagare il debito. Ciò contribuisce ulteriormente ad aumentare la propensione al risparmio e a diminuire la propensione all'investimento.

⁹³Lo, S., Rogoff, K. S., 2015. Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Year On, *Bank for International Settlements Working Papers*.

quantitative. La teoria del superciclo del debito evidenzia parallelismi tra le caratteristiche della Grande Recessione e le medie e mediane di base delle crisi precedenti⁹⁴. L'evidenza non consiste soltanto nella già discussa ripresa a forma di U molto fiacca del reddito pro-capite, che comunemente caratterizza il recupero dalle crisi finanziarie sistemiche (Fig. 12⁹⁵), ma comprende anche l'aumento marcato dei prezzi degli asset come segno premonitore di una crisi finanziaria e l'immediato crollo degli stessi dopo lo scoppio della crisi.

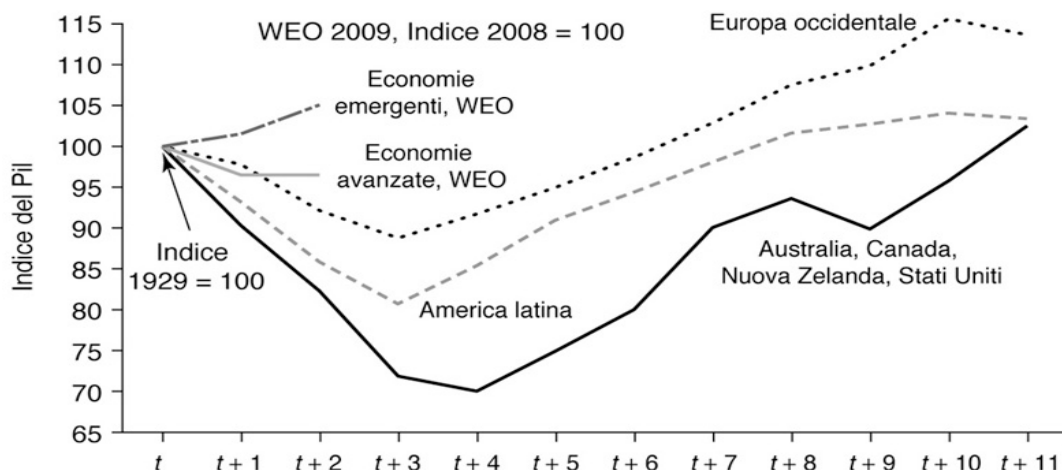


Figura 12. PIL reale pro-capite durante le crisi finanziarie globali: aggregati multinazionali. (Fonti: FMI).

Quanto detto è visibile sia nei prezzi degli immobili che nei prezzi delle azioni. Nelle figure sottostanti la linea nera rappresenta l'andamento dei prezzi delle case (Fig. 13), l'andamento dei prezzi delle azioni (Fig. 14) e l'andamento del debito pubblico (Fig. 15) esaminati da Rogoff nei suoi studi.

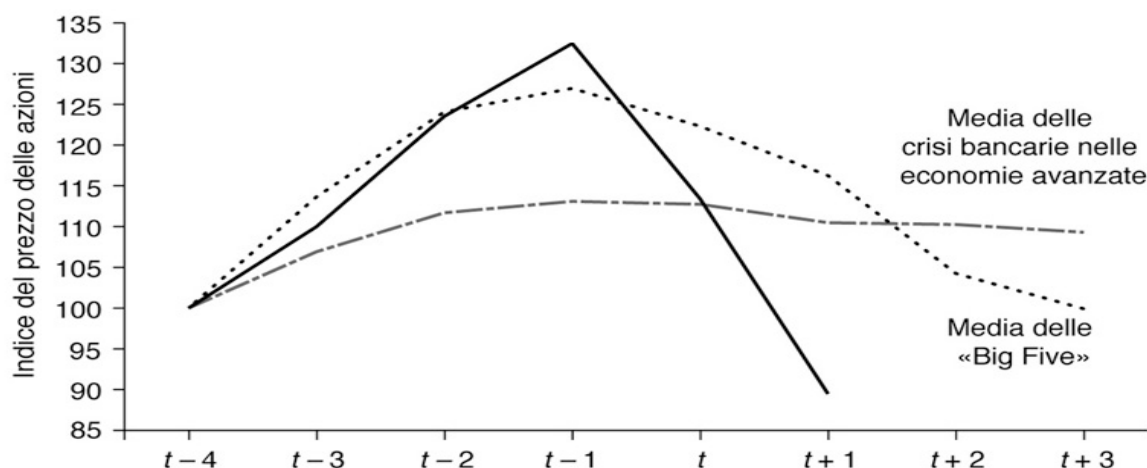


Figura 13. Prezzi reali delle case e crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate. (Fonti: S&P; FMI).

⁹⁴Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*. Milano: Il Saggiatore.

⁹⁵Nelle Figure 12, 13, 14, 15 il periodo t rappresenta, per convenzione, l'anno di avvio della crisi finanziaria. Di conseguenza il periodo $t+4$ corrisponde a quattro anni dopo lo scoppio della crisi ed il periodo $t-4$ corrisponde a quattro anni prima dello scoppio della crisi. Lo stesso vale per gli altri periodi in base al numero riportato dopo il parametro t .

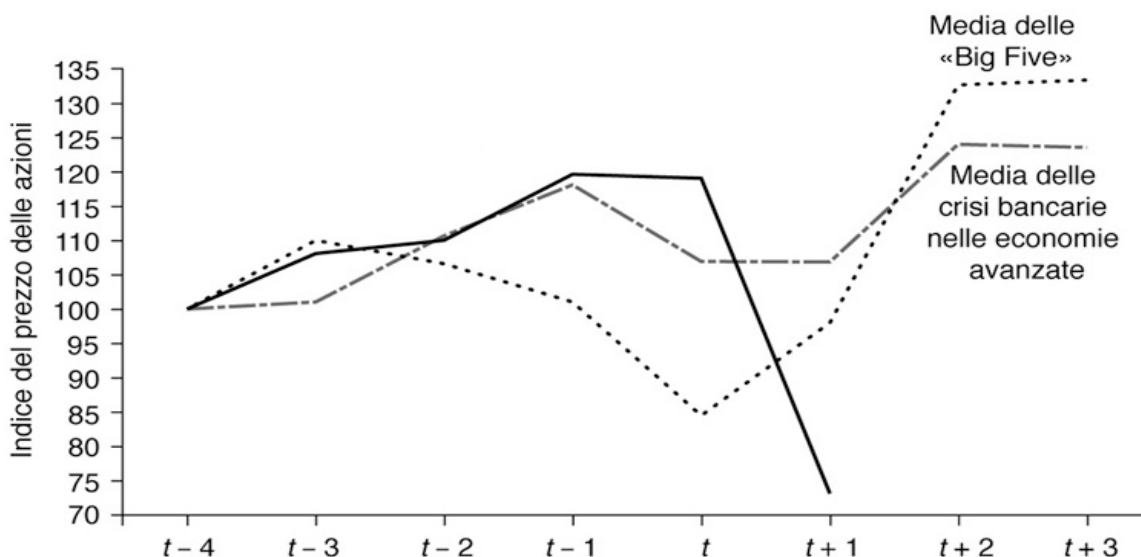


Figura 14. Prezzi reali delle azioni e crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate. (Fonti: S&P; FMI).

Sebbene sia visibile un andamento crescente del debito pubblico, come evidenziato dalla successiva figura, in quanto precursore di una crisi finanziaria, l'accumularsi del debito prima di una crisi è di poco conto rispetto alla sua crescita considerevole dopo che la crisi è iniziata (si veda il paragrafo 2.4.1).

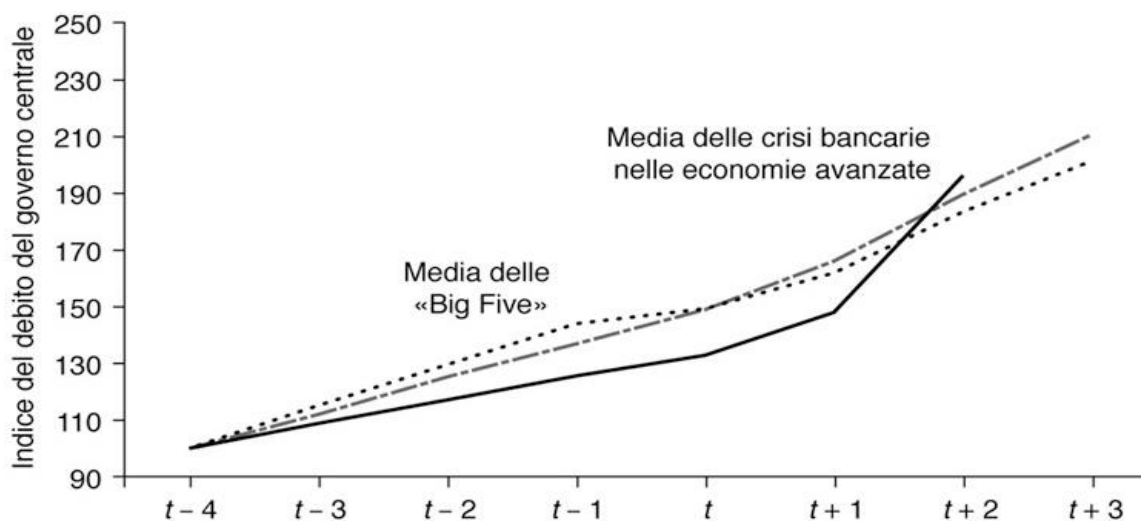


Figura 15. Debito reale del governo e crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate. (Fonti: S&P; FMI).

Ma il superciclo del debito e l'impellente necessità di ridurre il livello del debito non convincono Summers: dopo dieci anni dallo scoppio della crisi, ossia il tempo necessario all'uscita dal superciclo del debito (si veda il paragrafo 2.4.2), le condizioni economiche non sembrano essere in linea con quanto enunciato da Rogoff. Ed ancora: *“not a story that explains why there has been a secular downward trend in real interest rates for between 20*

and 30 years and that the pre-crisis trend tracks the current level of real interest rates”⁹⁶.

Ritornando allora al tema delle politiche fiscali che sostengono aumenti degli investimenti pubblici sostenuti da emissione di nuovo debito al fine ridurre l'eccesso di propensione al risparmio, Summers sostiene che esse costituiscano ottime contromisure per ripristinare una crescita stabile in presenza di stagnazione secolare e vincolo di ZLB. Rogoff controbatte spiegando che le problematiche che alti livelli di debito possono implicare sono ben note alla Commissione Europea, la quale, saggiamente, non ha mai mostrato un orientamento verso le misure descritte in precedenza. Ecco alcune delle problematiche: il divario temporale tra il momento in cui la politica fiscale espansiva viene annunciata ed il momento della sua effettiva implementazione, la difficoltà a tollerare elevati livelli di debito pubblico in una situazione già precaria, ma soprattutto i vincoli europei sul debito pubblico. I parametri fissati nel Trattato di Maastricht (1992), concepiti per rendere omogenee le economie degli stati in vista dell'introduzione della valuta comune, sono le fondamenta su cui poggia la normativa sulle finanze pubbliche: i paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 60% devono ridurre di 1/20 all'anno della parte eccedente il proprio rapporto debito/PIL. Tali normative sono un ostacolo per le politiche fiscali espansive, soprattutto nei paesi dell'Eurozona (Fig. 16) che esibiscono maggiori valori del rapporto debito/PIL (ossia valori prossimi o superiori al 100%). Questi paesi sono anche quelli nell'Eurozona aventi il tasso di crescita più lento dopo la Grande Recessione (Fig. 17)⁹⁷. Non sarebbe auspicabile per paesi in queste condizioni mettere in atto misure come quelle descritte.

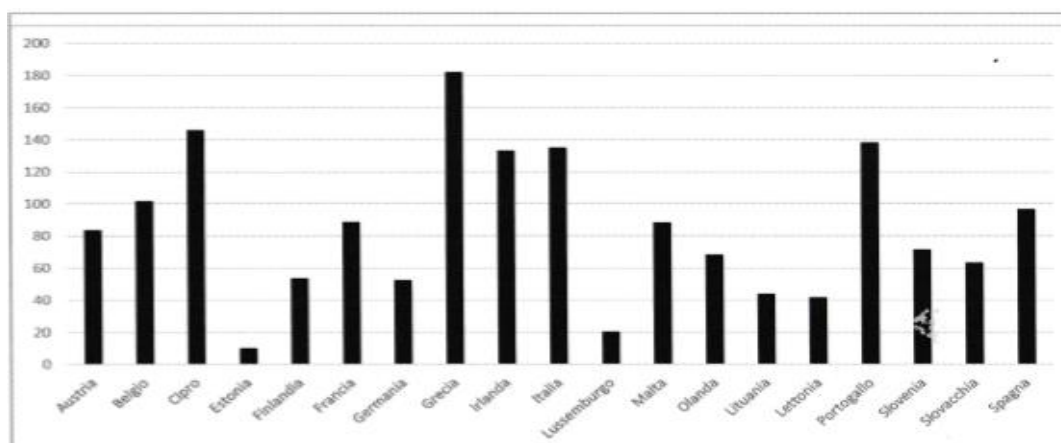


Figura 16. Rapporti debito/PIL dei paesi dell'Eurozona nel 2015. (Fonti: Eurostat).

⁹⁶Summers, L.H., 2016. Secular Stagnation and Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.

⁹⁷L'OCSE (nel 2013) calcolava che per ogni anno, dal 2014 al 2023, la Grecia avrebbe dovuto mantenere un avanzo di bilancio pari a circa il 9% del PIL; l'Italia ed il Portogallo pari a circa il 6% del PIL; l'Irlanda e la Spagna pari a circa il 3,5% del PIL. Se è necessario uno stimolo fiscale per combattere la stagnazione secolare, questi paesi non sono in una buona posizione.



Figura 17. Tassi di crescita del PIL dei paesi dell'Eurozona con alti rapporti debito/PIL. (Fonti: Eurostat).

Le normative inderogabili quindi non permetterebbero di stimolare la domanda tramite l'ulteriore emissione di debito per finanziare la spesa pubblica. Esse riducono l'ampiezza dell'utilizzo della politica fiscale dei singoli paesi e perciò lasciano alla politica monetaria della BCE il ruolo di stabilizzatore dell'economia. Infatti per riportare il tasso di interesse reale all'equilibrio (tasso di interesse reale naturale) la BCE ha adottato misure non convenzionali di politica monetaria, quali acquisizioni di obbligazioni garantite e di titoli di stato (*quantitative easing*) dei *periphery countries* e finanziamenti al sistema bancario per mitigare la crisi del debito sovrano⁹⁸. Tuttavia, anche se tali strumenti hanno limitato gli effetti negativi della crisi, essi non sono stati in grado di riportare l'economia europea alla crescita sostenuta. Alla luce di quanto preso in esame e vista la presenza dei vincoli europei sulle politiche fiscali dei singoli paesi, una scelta auspicabile potrebbe essere quella di realizzare un programma di espansione degli investimenti nei settori innovativi (come energia, ambiente ed infrastrutture), coordinato a livello comunitario. Visto che si parla di paesi legati da rapporti economici tutt'altro che trascurabili (una valuta comune), un coordinamento cooperativo da parte della Commissione Europea potrebbe stimolare la domanda aggregata, ed agire anche sul lato dell'offerta aggregata (aumentando il tasso di crescita della produttività e favorendo la competitività), per incrementare la crescita nel lungo periodo ed accrescere il tasso d'interesse reale naturale. Innalzare i livelli di debito per sostenere tali investimenti potrebbe sembrare una decisione non saggia soprattutto riguardo ai paesi debitori che esibiscono maggiori valori del rapporto debito/PIL e che, essendo già in una situazione precaria, scaricherebbero il peso del debito sulle future generazioni. Tuttavia è

⁹⁸De Grauwe, P., 2015. Secular stagnation in the Eurozone. *Centre for Economic Policy Research Portal*, 30 Jan.

bene ricordare che le future generazioni non ereditano solo i debiti, ma anche le risorse che vengono lasciate dalle generazioni passate⁹⁹. Inoltre, per stimolare la domanda, la commissione europea aveva favorito un aumento degli investimenti stanziando 21 miliardi di euro tramite il Fondo Europeo Per Gli Investimenti Strategici, detto anche “Piano Juncker”. Esso fu una misura importante che si pose in contrasto con le politiche attuate fino a quel punto in Eurozona, che tuttavia terminò nel 2017. Pur essendo presenti i vincoli europei, la Commissione Europea potrebbe smorzare i margini di flessibilità concessi alle autorità nazionali, fornendo ingenti fondi (sulla scia del “Piano Juncker”) per i progetti di creazione di nuove infrastrutture nei campi dell’energia e delle nuove tecnologie in modo che i singoli paesi possano affiancare i finanziamenti della Commissione Europea agli investimenti pubblici nazionali volti ad aumentare la produttività e a sostenere la domanda.

⁹⁹*Ibidem.*

CONCLUSIONI

Attraverso l'analisi delle teorie di Summers, Bernanke, Gordon, Hein e Rogoff siamo pervenuti a spiegazioni differenti in merito agli attuali problemi della crescita economica delle economie avanzate. Riguardo alla situazione europea, alla luce di quanto è stato esaminato in questa sede, la teoria della stagnazione secolare rappresenta un ottimo punto di partenza per analizzare i fenomeni economici di cui si è discusso, ma non deve divenire un paradigma economico di riferimento assoluto ed intoccabile. Nonostante la teoria della stagnazione secolare di Lawrence Summers inquadri il problema in un'ottica di lungo periodo concentrandosi sull'importanza che ricopre un fattore secolare quale il declino del tasso di crescita della popolazione, il focus di Ben Bernanke sull'eccesso di risparmio costantemente manifestatosi in molti paesi dell'Eurozona, inserito in una prospettiva internazionale, di certo delinea ancora più chiaramente il problema. Le riforme strutturali che mirano all'aumento del tasso di crescita della produttività, esaminato da Robert Gordon, non sono totalmente da escludere dall'insieme delle contromisure adottabili. Inoltre un settore finanziario che sia privo di regolamentazioni ferree e che abbia la possibilità di assumere una posizione di prevaricazione sugli altri comparti del sistema economico può generare conseguenze spiacevoli. Come suggerisce Eckhard Hein, è perciò auspicabile uno stimolo al coordinamento internazionale riguardo alle regolamentazioni finanziarie e riguardo alle manovre di politiche macroeconomiche. La teoria di Kenneth Rogoff inquadra invece il rallentamento della crescita economica in un'ottica di periodicità ciclica, un superciclo del debito dal quale si può uscire affrontando adeguatamente i pericoli generati dagli alti livelli di debito. Il problema del debito, sui cui Rogoff calca molto la mano, incombe sempre. È perciò comprensibile che ci sia ancora una certa riluttanza, più o meno marcata, ad intraprendere manovre di politica fiscale che, per rilanciare gli investimenti pubblici in infrastrutture destinate ai bisogni della collettività, siano basate sull'aumento del debito. La Commissione Europea potrebbe ampliare i confini della flessibilità fiscale permessa ai paesi membri e promuovere la concessione di fondi per lo sviluppo di infrastrutture nei settori innovativi, in modo da accrescere la produttività dell'Eurozona nel suo insieme. Si conclude ricordando che, come si è visto, le varie teorie trattate non possono, e non devono, essere concezioni mutuamente esclusive dell'economia. Al contrario, ognuna di esse concorre nel complesso compito di chiarire le dinamiche articolate dei fenomeni economici in atto.

14847 parole

BIBLIOGRAFIA

Fonti:

BLANCHARD, O., 2016. *Macroeconomics. An European Perspective*, trad. it.

Macroeconomia. Una prospettiva europea. Bologna: Il Mulino.

COEURÉ, B. G., 2016. *The ECB's operational framework in post-crisis times*, speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 40th Economic Policy Symposium, 27 Aug.

CRAFTS, N. F. R., 2013. Long-Term Growth in Europe: what difference does the Crisis make?, *National Institute Economic Review* (224).

DELONG, J. B., 2015. The scary debate over Secular Stagnation, *The Milken Institute Review*.

DELONG, J. B., SUMMERS, L. H., 2012. Fiscal Policy in a Depressed Economy, *Brookings Papers on Economic Activity*.

EGGERTSON, G. B., MEHROTRA, N. R., e SUMMERS, L. H., 2016. Secular Stagnation in the Open Economy, *American Economic Review* (106).

GORDON, R. J., 2012. Is US Economic Growth Over? Faltering innovation confronts the Six Headwinds, *National Bureau of Economic Research*.

GORDON, R. J., 2015. Secular Stagnation: a supply-side view, *American Economic Review* (105).

GORDON, R. J., 2016. *The Rise and the Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.

HANSEN, A., 1939. Economic Progress and Declining Population Growth, *American Economic Review* (29).

- HEIN, E., 2016. Secular stagnation or stagnation policy? A post-Steindlian view, *European Journal of Economics and Economic Policies* (13).
- HEIN, E., 2016. *Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers*, Working Paper, Levy Economics Institute of Bard College.
- KRUGMAN, P. R., 2014. *Inflation Targets Reconsidered*, paper presented to the ECB Forum in Portugal, 13 March.
- LO, S., ROGOFF, K. S., 2015. Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Year On, *Bank for International Settlements Working Papers*.
- OULTON, N., 2012. Long-Term implications of the ICT Revolution: applying the Lessons of Growth Theory and Growth Accounting, *Economic Modeling* (29).
- POLLARD, S., a cura di, 2018. *Wealth and Poverty. An Economic History of the 20th Century*, trad. it. *Storia economica contemporanea*. Bologna: Il Mulino.
- REINHART, C. M., REINHART, V. R., e ROGOFF, K. S., 2012. Public Debt Overhangs: Advanced-Economy episodes since 1800, *Journal of Economic Perspectives* (26).
- REINHART, C. M., ROGOFF, K. S., 2010. Growth in a Time of Debt, *National Bureau of Economic Research*.
- REINHART, C. M., ROGOFF, K. S., 2010. *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, trad. it. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*. Milano: Il Saggiatore.
- ROGOFF, K. S., 2016. *Debt Supercycle, Not Secular Stagnation*. Cambridge: MIT Press.
- ROTHBARD, M. N., 1963. *America's Great Depression*, trad. it. *La Grande Depressione*. Soveria Mannelli: Rubbettino Editore.
- SUMMERS, L.H., 2016. Demand Side Secular Stagnation, *American Economic Review* (105).

SUMMERS, L.H., 2016. Secular Stagnation and Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.

SUMMERS, L. H., 2013. *Speech at the IMF fourteenth annual economic conference*, Washington DC, 8 Nov.

SUMMERS, L. H., 2016. The age of Secular Stagnation: What it is and what to do about it, *Foreign Affairs*.

TEULINGS, C. N., BALDWIN, R. E., 2014. *Secular Stagnation: Fact, Causes and Cures*. London: Centre for Economic Policy Research Press.

Risorse multimediali:

BERNANKE, B. S., 2015. Why are interest rates so low, part 2: Secular Stagnation, *Brookings Institutions*. Disponibile su: <https://www.brookings.edu>

BERNANKE, B. S., 2015. Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut, *Brookings Institutions*. Disponibile su: <https://www.brookings.edu>

DE GRAUWE, P., 2015. Secular stagnation in the Eurozone, *Centre for Economic Policy Research Portal*, 30 Jan. Disponibile su: <https://voxeu.org>

IMF (2016). *World Economic Outlook*, Washington DC: International Monetary Fund, April (database). Disponibile su: <https://www.imf.org>

Articoli di quotidiani:

KRUGMAN, P. R., 2013. Bubbles, Regulation and Secular Stagnation. *The New York Times*, 25 Sept.

SUMMERS, L. H., 2018. The threat of secular stagnation has not gone away. *Financial Times*, 6 May.

SUMMERS, L. H., 2015. Where Paul Krugman and I differ on secular stagnation and demand. *The Washington Post*, 11 Feb.

