

Politiche keynesiane nella zona euro. Impossibili?

PierGiorgio Gawronski - 14/09/2016 [social and political notes]

L'indeterminatezza della *durata* dello stimolo dai bilanci pubblici - invocato dai keynesiani per rilanciare l'eurozona - viene usata talvolta per argomentare l'inefficacia, anzi la dannosità nel lungo termine delle politiche di *deficit spending*. Potrebbe essere vero. **Il problema della sostenibilità delle politiche di deficit spending** Supponiamo di avere un'economia piuttosto chiusa, stagnante, simile all'eurozona, con un grave output gap, dove perciò il PIL è determinato dalla domanda aggregata:

- PIL = 10.000 Mld.
- Crescita = 0%
- deficit pubblico = 0 Mld.
- inflazione = 0%
- tasso d'interesse nominale = 0%
- disoccupazione: 10%

Per stimolare la domanda, il 1° anno costruiamo un ponte (spesa: 100 Mld.). Il PIL sale di più (+1.5%), a 10150 Mld., per l'effetto moltiplicatore (1,5); generando circa $0,4 \cdot 150$ di nuove entrate fiscali; il deficit pubblico finale sarà $100 - (0,4 \cdot 150) = 40$. Il modello keynesiano è di breve termine e si ferma qui. Ma cosa succede l'anno dopo? Se cessa il deficit spending, la domanda - *rebus sic stantibus* - torna a 10.000 (PIL: -1,5%). Se si mantiene lo stesso deficit e si costruisce *un* altro ponte, spendendo di nuovo 100, la domanda e il PIL restano fermi a 10150 (+0%). Per continuare a crescere dell'1,5% il secondo anno bisogna fare *due* ponti: cioè spendere $100 + 101,5 = 201,5$ Mld. In questo modo il PIL salirà a 10301, però il deficit salirà a 81 mil. E così via. Finché (supponiamo il terzo anno) l'andamento esplosivo delle finanze pubbliche costringerà ad azzerare il deficit pubblico: il che provocherà una recessione (PIL: -3%), che riporterà il PIL al livello depresso di partenza (ma con un debito pubblico più alto di 301,5 Mld). Questo è il problema di lungo termine delle politiche keynesiane, che talvolta sorprende i politici progressisti come [Bernie Sanders](#). Allora perché le politiche keynesiane normalmente funzionano? Ad esempio negli Stati Uniti del [Recovery Act](#) - quando lo stimolo (deficit 2009-10 al 12%) è stato ritirato (deficit 2015 al 2,8% del PIL) -, come mai la 'recessione di ritorno' non si è manifestata? Il primo motivo è che i moltiplicatori sono tanto più alti quanto più la depressione è grave, quanto più grande è il paese in questione, e quanto più la spesa aggiuntiva si concentra in alcuni settori sensibili. Oltre certe soglie critiche, il gettito fiscale può finanziare completamente una ben mirata spesa pubblica addizionale: spesa pubblica +100, --> PIL +250 (moltiplicatori = 2,5), nuove entrate $+250 \cdot 0,4 = +100$, a compensare le nuove spese (De Long e Summers, 2012). Ma le politiche keynesiane 'funzionano' anche quando i moltiplicatori sono largamente al di sotto di queste soglie. **Il ruolo delle aspettative 'miste'** Le crisi di domanda nascono spesso da uno spavento di natura economico-finanziaria, [non dal terrorismo](#) (difatti 9/11 non causò recessioni). E generano a volte un circolo vizioso di paura-depressione che si autoalimenta: '(1) non spendiamo <-- (2) perché abbiamo paura del futuro <-- (3) perché c'è la depressione, che perdura... <-- (4) perché non spendiamo'. In una crisi del genere, lo scopo *di lungo termine* delle politiche keynesiane non è sopperire *in eterno* con la spesa pubblica alla caduta della domanda privata; ma è cambiare le aspettative del settore privato (2), interrompendo per un paio di anni la depressione (3). Ora sulle aspettative si sente dire di tutto, a cominciare dai politici che credono di manipolarle spandendo ottimismo o controllando la TV. Ma le aspettative *economiche* sono al cuore della teoria macroeconomica, e sono state studiate molto approfonditamente dagli economisti (specie in America Latina). C'è una relazione macroeconomica forte fra: (3) crescita del reddito negli anni

recenti; e --> (2) reddito atteso in futuro. Se dunque con la spesa pubblica si ripristina la crescita, non vale più il *rebus sic stantibus*: le famiglie si tranquillizzano (la loro ricchezza netta aumenta) e ritornano a spendere. La domanda privata si sostituisce allora a quella pubblica, che gradualmente si ritira senza pregiudizio per l'economia. E il fenomeno è molto rapido: come ha mostrato l'America di Roosevelt nel 1933 (Romer 2013) e quella di Obama negli anni scorsi. Ma è sempre così? Quanto è salda la relazione *adattiva* fra: (3) andamento del reddito negli anni recenti; e --> (2) reddito atteso futuro? La stabilità di questa relazione, empiricamente elevata, si fonda su alcune condizioni implicite. Per capirle possiamo rifarci alla crisi finanziaria del 2011-12: difatti le aspettative funzionano allo stesso modo sui mercati finanziari e su quelli reali; salvo che i primi reagiscono in tempo reale, e i secondi nel giro di mesi: perciò la reazione dei primi è più chiara. Nel 2011 la BCE (con la famosa lettera di Trichet e Draghi a Berlusconi) dichiarò che non era disponibile a sostenere (intervento pubblico) a lungo i titoli del debito italiano, sotto attacco speculativo per una depressione della domanda privata... di quei titoli, causata... dalla paura. Quelle dichiarazioni danneggiarono le aspettative di lungo termine e la crisi finanziaria continuò: anche quando all'inizio del 2012 la BCE scese in campo contro la speculazione (intervento pubblico di breve termine) con un trilione. Finché il 26/7/12 Draghi rovesciò la sua posizione di lungo termine: "Faremo *whatever it takes* per stabilizzare i mercati finanziari". *No limits*. E subito, [come previsto](#), gli spread cominciarono a scendere – *senza bisogno di spendere altri soldi* -, ed oggi sono a livelli minimi. Sui mercati reali il meccanismo è lo stesso. Il link fra: 'migliore andamento del reddito negli anni recenti' (3); e --> 'reddito atteso in futuro' (2); funziona male se i privati non credono che le istituzioni siano decise a fare "*whatever it takes*" per spezzare le reni alla depressione, o che l'intervento pubblico continuerà *per tutto il tempo necessario*. Negli USA ad esempio, nel 2009 ci si chiedeva se lo stimolo fiscale fosse sufficiente: in caso contrario si ipotizzava una seconda manovra espansiva; la stessa FED faceva sapere che avrebbe fatto '*whatever it takes*' per rilanciare la domanda: anche politiche non convenzionali, anche per importi astronomici. Il pubblico conosceva il mandato e la determinazione dei suoi governanti, mentre vedeva l'economia riprendersi. E gradualmente si tranquillizzava: (3) --> (2). Perciò non c'è mai stato strettamente bisogno di un'altra manovra espansiva. Ma nell'Eurozona, i Trattati e l'establishment sono dogmaticamente anti-keynesiani. Gli stimoli di bilancio alla domanda aggregata non solo sono - nel migliore dei casi - saltuari e infimi. Essi sono anche poco efficaci nell'innescare una vera ripresa, perché sono eccezioni alla regola, 'flessibilità' condita da continui segnali che manca la determinazione a sostenere la domanda aggregata con risorse pubbliche fino a quando e per quanto è necessario. Perciò il deficit spending non tranquillizza l'opinione pubblica; il link adattivo (3) --> (2) è spezzato da aspettative razionali; il 'problema di lungo termine' regna sovrano. In realtà, c'è ancora un passaggio da fare, se si vuole capire la profondità del male che attanaglia l'Eurozona. Il problema non è tanto l'establishment politico *di per se*, quanto la BCE. Che dipende in parte dall'establishment, ma in parte anche dai Trattati fondativi dell'Euro. Riflettiamo sull'America di Obama. Cosa sarebbe successo se il primo stimolo non fosse bastato ad innescare una ripresa della domanda privata, e il Congresso avesse votato un secondo, maggiore stimolo? Il deficit pubblico sarebbe rimasto elevato per più tempo, e il debito pubblico, invece di salire dal 70% al 100% del PIL sarebbe salito magari al 120-130%, a livelli italiani. E se non fosse bastato? C'è un limite al deficit spending, rappresentato dalla sostenibilità del debito pubblico? Se un limite ci fosse, gli americani avrebbero potuto temere che il governo lo avrebbe incontrato prima del consolidarsi della ripresa; e temendo per il proprio futuro, non avrebbero ricominciato a spendere. L'*expectation management* funziona bene solo se, per l'intervento pubblico, '*the sky is the limit*'. In America, come altrove, il limite suddetto non c'è. La sostenibilità del debito pubblico è infatti garantita dal mandato della Fed - e dal controllo e l'imperio del Parlamento - a sostenere, al limite a monetizzare il debito pubblico. Ciò amplia a dismisura lo 'spazio fiscale' degli Stati. Anzi, lo rende 'infinito'. Nel senso che, nello scenario terminale peggiore, quando il debito pubblico - supponiamo nel periodo $t+n$ - dovesse assumere dimensioni insostenibili, e la monetizzazione e l'inflazione dovessero diventare probabili e imminenti, vi sarebbe una caduta

della domanda di moneta e un aumento della propensione alla spesa dei privati (per non citare il deprezzamento del cambio, Krugman, 2013) che spingerebbe fuori dalla depressione l'economia. La Banca centrale allora potrebbe avere qualche problema a gestire l'uscita dalla depressione: ma controllare un'inflazione incipiente è più facile che vincere la deflazione/depressione; in ogni caso si tratta di un altro problema. È matematicamente dimostrabile che, in presenza di aspettative razionali, lo 'scenario terminale' espansivo del periodo $t+n$ influenza il periodo $t+n-1$, che questo influenza il periodo $t+n-2$, ecc., fino ad influenzare positivamente il periodo t (l'oggi). Ovvero: se le aspettative razionali sono orientate nel verso giusto, non occorrono manovre espansive pesanti e prolungate, insostenibili. Ma la BCE è in preda a una drammatica ambiguità. Da un lato, costretta dai mercati, si è detta disposta a fare *whatever it takes* per sostenere i titoli pubblici; dall'altro lato non contempla affatto la possibilità di monetizzare i debiti pubblici; e neppure di consentire ai debiti pubblici di superare certe soglie. Ciò mina la capacità delle politiche keynesiane di innescare una ripresa delle aspettative (anche se non è mai detto: la componente adattiva delle aspettative, e l'aumento della ricchezza privata, potrebbero avere un impatto più importante di quanto io non pensi). Il male profondo dell'Euro è dunque al cuore stesso delle istituzioni e della costruzione legale della moneta unica. **Conclusione** Una critica frequente alle politiche keynesiane è la loro presunta irrilevanza nel lungo termine: quando la capacità produttiva (O) supera la domanda (D), generare una rapida crescita stimolando D è facile, veloce, ma effimero. Perché quando D risale a un livello normale ($D=O$), la crescita si scontra con i limiti della capacità produttiva. Questa antica obiezione neo-liberista ha generato in risposta un'ampia letteratura che sottolinea come la capacità produttiva (O) non sia data ma endogena ($O = f[D]$, De Long e Summers 2012): perciò la crescita anche nel lungo termine può essere *demand-led* (Blanchard 2016, Stirati 2016). Tale dibattito riguarda essenzialmente il *supply side management*, ed è rilevante per le situazioni dove l'output-gap viene chiuso: situazione ancora lontana in molte aree della zona euro. In questo articolo, astraendo da alcune complicazioni, ho analizzato un problema preliminare, puramente di *demand side management*. In una situazione di 'trappola della liquidità', tentando di restituire efficacia alle politiche monetarie, Krugman (1998), Eggertson e Woodward (2003), e Woodward (2010) hanno sottolineato l'importanza della gestione delle aspettative (d'inflazione) di lungo termine. Ma non avendo le banche centrali sufficiente libertà istituzionale in questo senso, questi autori hanno concluso invocando il deficit spending, sempre efficace. In questa letteratura, ai fini della politica di bilancio, la distinzione fra aspettative adattive e razionali è irrilevante, perciò resta implicita. A nessuno è venuto in mente che in qualche parte del mondo si possano deliberatamente vanificare gli sforzi espansivi, annunciando imminenti svolte verso l'austerità nel momento stesso in cui si tenta di varare manovre di deficit spending. Ma tale miracolo di autolesionismo riesce bene all'Eurozona, grazie ai suoi Trattati monetari e fiscali ottocenteschi. Il deficit spending è sempre in grado di innescare un recupero sostenibile della domanda *privata*? In altre aree valutarie, la risposta affermativa pare scontata. Ma nell'eurozona la situazione è diversa. Non solo la BCE, se vuole, può impedire ([Gawronski 2015](#)) le politiche keynesiane nel breve termine, come ha fatto in Grecia. Quand'anche le tollerasse, le sue caratteristiche istituzionali rendono meno efficaci quelle politiche nel medio e lungo termine. In queste condizioni, chi propone ai governi nazionali e di [alzare fortemente il deficit pubblico](#) nel suo Paese sfidando la Commissione scherza col fuoco. Sembra esserci spazio solo per le due politiche più *estreme* (di qui la *radicalizzazione* politica in Europa): o uscire dall'euro o aspettare e sperare che i liberi mercati inneschino la ripresa, come fanno le politiche caute e assai poco eroiche di Padoan e Renzi, un tentativo di tranquillizzare sul futuro senza rompere con l'Europa, sperando nello stellone. Bradford DeLong and Lawrence H. Summers Fiscal Policy in a Depressed Economy Spring 2012. Blanchard O. (2016) The US Phillips Curve: back to the 1960s? Policy brief, Peterson Institute for International economics, no. PB16-1, January ... Gauti B. Eggertsson, Michael Woodford, "Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap," September 2003. Piergiorgio Gawronski L'importanza della sovranità monetaria Il fatto Quotidiano 30/4/2012 Piergiorgio Gawronski La governance zoppa

dell'euro: regole e discrezionalità Aspenia 2015 Paul Krugman CURRENCY REGIMES, CAPITAL FLOWS, AND CRISES, 2013 Paul Krugman It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, 1998 Giorgio La Malfa Perché l'Italia ha sprecato due anni, Il Mattino 29 Luglio 2016 Todd Sandler Walter Enders ECONOMIC CONSEQUENCES OF TERRORISM IN DEVELOPED AND DEVELOPING COUNTRIES: AN OVERVIEW (2016) Stirati A. (2016), Blanchard, the NAIRU, and Economic Policy in the Eurozone, Europe JUSTIN WOLFERS Uncovering the Bad Math (or Logic) of an Economic Analysis Embraced by Bernie Sanders New York Times 26/2/2016 Michael Woodford Robustly Optimal Monetary Policy with Near-Rational Expectations. American Economic Review · vol. 100, no. 1, March 2010