

**Conferenza nazionale 2015
Società Italiana degli Economisti**

Politiche espansive, investimenti e crescita: una nota

Luigi Bonatti (Università di Trento)

(Versione provvisoria ed incompleta)

Introduzione

Articolerò questa mia breve nota intorno a quattro domande:

- 1) Rallentamento strutturale della crescita nelle economie avanzate e crisi: sono i tentativi dei policy makers di alzare il sentiero di crescita al di sopra della sua (bassa) traiettoria sostenibile di lungo periodo a generare quell'instabilità e quegli squilibri persistenti che possano poi sfociare in gravi recessioni?
- 2) Investimenti produttivi verso investimenti immobiliari e finanziari: stiamo andando verso una società di rentiers?
- 3) Efficacia delle politiche ultra-espansive di risposta alla crisi: limitando la distruzione di ricchezza "fittizia", non impediscono di "far pulizia" e di creare così le condizioni per una robusta ripresa?
- 4) Investimenti pubblici: a che condizioni possono effettivamente favorire la crescita?

1) **Politiche che forzano la crescita al di là del sostenibile**

Dopo il trentennio d'oro che ha fatto seguito alla II Guerra Mondiale, le economie avanzate hanno visto ridursi il loro potenziale di crescita a causa di una serie di fattori strutturali, il cui impatto è oggetto di discussione nel recente dibattito sulla cosiddetta "secular stagnation". In questa presentazione accennerò solo ad un piccolo sotto-insieme di questi fattori strutturali, più direttamente rilevanti per la dinamica degli investimenti.

Anche alla luce del dibattito di cui sopra, è difficile dubitare che nelle economie avanzate i cosiddetti "fondamentali" della crescita si siano indeboliti col tempo. Per invertire questo trend o almeno per attutirlo, occorrerebbe incidere su tali fondamentali, mettendo in discussione quegli stili di vita, livelli di protezione sociale, posizioni di rendita e assetti di potere che nei paesi ricchi non favoriscono la crescita. Ovunque questo genere di interventi suscita resistenze e impopolarità tra consistenti strati della popolazione. D'altra parte, malgrado alcune voci critiche riguardo la desiderabilità di una crescita illimitata, resta potente l'aspirazione collettiva ad un sempre crescente livello di consumi privati e collettivi. Emerge quindi un trade off, che tende però ad essere rimosso dal discorso pubblico: non poche delle politiche attuate nei paesi ricchi da quando con gli anni Settanta la crescita ha sostanzialmente rallentato possono essere interpretate come dei tentativi di eluderlo, evitando di intervenire sui fondamentali da cui dipende il tasso di crescita a cui un'economia è in grado di crescere in modo sostenibile a lungo termine e al tempo stesso "forzando" a breve-medio termine la crescita al di là del sostenibile. Tali politiche hanno in comune alcune caratteristiche:

- a) tendono (attivamente o con «benign neglect») a favorire il veloce accumulo di debito da parte del settore privato e/o di quello pubblico, aumentando la leva finanziaria e accentuando così il carattere «credit intensive» della crescita;
- b) tendono a gonfiare il valore degli asset (talvolta generando vere e proprie bolle), ma non creano inflazione dei prezzi al consumo (rendendo l'inflation targeting e la stessa nozione di output gap inadeguati ad orientare le macro policy);
- c) tendono ad avere una dimensione intertemporale: «comprano» più crescita oggi a spese di meno crescita domani quando occorrerà rientrare dall'eccesso di indebitamento.

Il primo episodio in grande stile a rientrare in questa casistica è stato probabilmente la combinazione di politica monetaria restrittiva e politica fiscale espansiva dei primi anni Ottanta, con cui gli USA uscirono dalla stagflazione del decennio precedente. Questo policy mix portò infatti ad un sensibile rialzo dei tassi di interesse, consentendo agli USA di attrarre quei capitali dal resto del mondo che finanziarono la forte espansione della domanda interna dovuta ai tagli alle tasse e agli

incrementi di spesa militare operati dall'Amministrazione Reagan. L'apprezzamento del dollaro che ne scaturì contribuì – in presenza di una sostanziale apertura del mercato interno americano alle importazioni – a contenere le spinte inflattive conseguenti all'aumento della domanda interna. Le difficoltà incontrate dal settore esposto alla concorrenza internazionale furono più che bilanciate dal boom dei servizi per il mercato interno e delle costruzioni, determinando una robusta ripresa. Il deterioramento della posizione finanziaria netta statunitense nei confronti del resto del mondo e il notevole accumulo di debito pubblico apparvero ai più come dei prezzi accettabili a fronte del rinnovato dinamismo di cui l'economia americana faceva mostra. Il resto del mondo sviluppato, che di fatto con i suoi capitali aveva finanziato la ripresa statunitense, poté giovare della fame americana di importazioni. Il ritorno momentaneo delle economie avanzate ad un soddisfacente tasso di crescita fu quindi ottenuto grazie ad uno schema che nell'era post Bretton Woods ebbe poi a ripetersi più volte, ovvero finanziando principalmente a debito l'eccesso strutturale di domanda interna di un'area appartenente al mondo sviluppato – tipicamente gli USA, ma non solo – con fondi provenienti da altre aree, generando così quelli che sono ora noti come “*global imbalances*”, ovvero gli ampi e persistenti squilibri nelle partite correnti dei vari paesi che ci sono ormai familiari. Inutile dire che il processo di de-regolamentazione dei mercati finanziari ebbe un ruolo cruciale nel rendere possibili una crescita trainata dall'accumulo di debito.

Anche l'Italia negli anni Ottanta è stata partecipe di questo schema, ritrovando un ritmo di crescita superiore a quello medio degli altri paesi dell'Europa occidentale a costo di crescenti disavanzi esterni (che l'adesione al sistema europeo di cambi semifissi consentiva di finanziare con una certa facilità) e soprattutto di un deficit pubblico per lunghi anni oscillante intorno al 10% del PIL. Proprio l'esperienza italiana, peraltro, evidenzia il trade off intertemporale connaturato alle politiche che forzano la crescita oltre il suo ritmo sostenibile, in quanto – al di là della traumatica svalutazione della lira e crisi della finanza pubblica dei primi anni Novanta – anche la bassissima crescita dell'ultimo ventennio può essere ascritta in misura non trascurabile alla necessità di far fronte all'alto stock di debito pubblico lasciato in eredità dagli anni Ottanta.

A differenza che negli anni Ottanta, i tagli alle tasse e gli incrementi di spesa militare e di sicurezza dei primi anni Duemila sono stati accompagnati negli USA da una politica monetaria molto espansiva. Infatti, durante la “Grande Moderazione”, l'inflazione appariva saldamente sotto controllo, dato che i prezzi dei beni d'investimento e di consumo erano calmierati sui mercati mondiali dalla produzione dei paesi emergenti, i quali aumentando velocemente il loro potenziale di offerta in questi settori andavano determinando in essi un cronico eccesso di capacità produttiva a livello globale. Il policy mix americano degli anni di George W. Bush ha condotto ad un eccesso di

spesa, che è stato finanziato in misura più significativa da paesi emergenti piuttosto che da altri paesi avanzati come era invece avvenuto negli anni Ottanta, con la vendita all'estero di titoli di debito piuttosto che di azioni, e con il notevole contributo degli acquisti di titoli USA effettuati dal settore ufficiale più che con gli acquisti effettuati da privati. Inoltre, diversamente che nella seconda metà degli anni Novanta, quando erano stati principalmente gli investimenti produttivi legati all'ascesa della "new economy" ad attrarre i capitali esteri necessari a finanziare il persistente deficit delle partite correnti, negli anni immediatamente precedenti alla crisi tali capitali hanno alimentato gli acquisti di case ed altri beni di consumo durevoli da parte delle famiglie americane. Infatti, sullo sfondo dei bassi tassi di interesse determinati dalla politica della Federal Reserve e dall'eccesso di risparmio di molti paesi emergenti, la pratica dell'"*originate to distribute*" ha dilatato la leva finanziaria, facilitando l'accesso al credito e creando così le condizioni per la bolla dei prezzi delle case. Questa bolla ha trainato la vivace crescita dell'economia americana degli anni immediatamente precedenti alla crisi, che ha fatto da locomotiva all'intera economia mondiale. Tale crescita è stata quindi "drogata" dal rapido accumulo di debito da parte delle famiglie americane e dall'altrettanto rapido accumulo di titoli di debito pubblico americano da parte del settore ufficiale dei paesi emergenti.

Non pochi analisti avevano previsto che a questa situazione avrebbe posto termine traumaticamente la fuga dal dollaro che si sarebbe inevitabilmente innescata nel momento in cui gli investitori si fossero convinti dell'insostenibilità del perdurante deterioramento della posizione debitoria americana nei confronti del resto del mondo. In realtà, come sappiamo, le cose andarono diversamente e fu l'insostenibilità dell'inarrestabile aumento del debito delle famiglie americane a fungere da elemento di rottura. Anzi, fu propria la corsa all'acquisto di titoli emessi dal Tesoro statunitense determinata dalla "fuga verso la qualità" che fece seguito alla bancarotta di Lehman Brothers – e più in generale la tenuta del dollaro rafforzato dalle rassicurazioni da parte dei governi dei paesi emergenti circa la loro perdurante volontà di detenere e acquistare asset USA – ad aver consentito alle autorità americane quella gigantesca operazione di salvataggio con cui *de facto* parte del debito privato è stato trasformato in debito federale e grandi quantità di titoli avariati sono stati assorbiti dalla Federal Reserve.

Quanto sopra è esattamente quello che non poterono fare paesi come l'Irlanda e la Spagna, privi dell'"esorbitante privilegio" che permette agli USA di indebitarsi (pressoché) illimitatamente sui mercati mondiali, allorché si pose per essi la necessità di salvare i rispettivi sistemi bancari gonfi di crediti resi inesigibili dallo sgonfiarsi delle bolle immobiliari. Paradossalmente, le condizioni per una crescita di prezzi e salari nominali nei paesi periferici dell'area euro incompatibile col

mantenimento della loro competitività internazionale erano state create proprio dall'ottimismo con cui i mercati avevano scommesso sul fatto che, venendo meno con la moneta unica la possibilità di recuperare competitività tramite svalutazioni del cambio nominale, la dinamica di prezzi e salari nominali nei paesi periferici dell'area euro avrebbe finito con l'allinearsi a quella tedesca. Tale ottimismo aveva infatti permesso a famiglie, imprese e governi di questi paesi di indebitarsi a tassi assai più bassi che in passato, stimolando la domanda domestica e con essa un aumento di prezzi e salari persistentemente maggiore che nei paesi core. A beneficiare di questa espansione della domanda domestica erano stati settori a bassa crescita della produttività non esposti alla concorrenza internazionale. Inoltre, la possibilità di indebitarsi a basso costo aveva ridotto gli incentivi per i governi dell'euro periferia ad intraprendere riforme che incidessero positivamente su produttività, efficienza e squilibri strutturali di finanza pubblica, visto che grazie a questa possibilità paesi come la Grecia, l'Irlanda e la Spagna crescevano comunque a tassi soddisfacenti, mentre paesi come l'Italia e il Portogallo riuscivano quantomeno a posporre indefinitamente dolorosi aggiustamenti. Ciò minò col tempo la capacità dei paesi dell'euro periferia di crescere in modo sostenibile a tassi sostenuti: all'indomani della rivelazione del vero stato dei conti pubblici greci, il "*benign neglect*" con cui per anni i mercati avevano guardato ai loro crescenti deficit commerciali e alla loro progressiva perdita di competitività si trasformò rapidamente in sfiducia sulla sostenibilità dell'elevato debito privato e pubblico che nel frattempo avevano accumulato.

2) Gli investimenti in immobili “spiazzano” quelli in asset produttivi

Come è noto, la teoria economica neoclassica suppone che il rendimento degli investimenti in capitale si riduca a seguito dell'aumento del capitale in rapporto agli altri fattori di produzione. Inoltre, l'evidenza mostra che il progresso tecnico è più rapido nella produzione di beni di investimento che in quella di beni di consumo, facendo sì che il prezzo relativo dei primi scenda nel tempo. Chi acquista asset produttivi va quindi incontro a perdite in conto capitale.

Al contrario, il prezzo relativo degli immobili tende a salire nel tempo. Il loro prezzo incorpora infatti il valore di un fattore non riproducibile e a offerta limitata come la terra, il cui prezzo sale mano a mano che attività economiche, infrastrutture e unità abitative s'addensano sul territorio. Inoltre, con l'aumento del reddito pro capite cresce anche l'importanza che la gente attribuisce al vivere in case comode e spaziose, mentre per una frazione sempre maggiore della popolazione la casa acquisisce lo status di consumo vistoso, di un bene cioè sulle cui caratteristiche si misura il prestigio sociale di chi ne dispone. Non è quindi sorprendente che sia proprio la crescita dei prezzi degli immobili a spiegare il marcato aumento del rapporto tra ricchezza e reddito documentato da Piketty per quel che riguarda i maggiori paesi occidentali nel periodo che va dall'inizio degli anni '80 ai giorni nostri. Una parte non trascurabile della rendita di cui hanno goduto i possessori di questa ricchezza è stata dunque realizzata sotto forma di guadagni in conto capitale conseguiti sulla proprietà di immobili, oltreché attraverso la possibilità di accedere a condizioni più favorevoli al credito grazie all'aumento di valore di immobili utilizzabili come collaterale. Ciò porta a concludere che almeno parte della caduta della quota di reddito distribuita al lavoro avvenuta negli ultimi decenni in tutto il mondo ricco non abbia aumentato la quota andata a remunerare il capitale produttivo, quanto piuttosto la rendita associata al possesso di asset non produttivi.

Gli effetti distributivi di cui sopra non sono senza conseguenze sugli incentivi che motivano ad investire in skills, conoscenze, nuovi prodotti e processi produttivi..., ovvero in tutto quello da cui

dipende l'aumento della produttività ed in ultima istanza la crescita di lungo periodo. In particolare, alla luce di questi trend strutturali, sui quali si sono poi innestati in vari paesi episodi anche ripetuti di bolle speculative sui prezzi delle case, assume consistenza l'ipotesi che nelle economie avanzate l'accumulazione di asset produttivi sia stata in certa misura spiazzata dagli investimenti in asset non produttivi e specialmente in immobili ad uso residenziale, oltretutto stimolati in molti paesi da trattamenti fiscali di favore. Inoltre, l'aumento del rapporto ricchezza/reddito che negli ultimi decenni ha avuto luogo nei paesi avanzati si è accompagnato il costante incremento della frazione di famiglie che possiedono l'abitazione in cui vivono, oltreché la riduzione della natalità (che evita la dispersione dei patrimoni familiari). Il salario di riserva dei membri delle tante famiglie che hanno beneficiato di questa accresciuta ricchezza tende ad alzarsi, riducendone la propensione a partecipare al mercato del lavoro se lavoratori marginali, o posticipandone il momento dell'entrata nel mercato se giovani, oltre a scoraggiarne la mobilità (soprattutto laddove i costi delle transazioni immobiliari sono relativamente alti). E' significativo a questo proposito che, al momento dello scoppio della crisi del debito sovrano europeo, le famiglie italiane e spagnole, proprio in virtù delle case da esse possedute, apparivano essere più ricche di quelle tedesche o del Nord Europa, malgrado il reddito pro capite di queste ultime fosse ben più alto. E' da ritenersi che questa forte propensione delle famiglie del Sud Europa ad investire in immobili sia il risultato, oltre che degli effetti distorsivi dovuti al sistema tributario, alla regolazione del mercato degli affitti e alle imperfezioni dei mercati dei capitali, anche dei valori profondi e delle abitudini consolidate di società a forte orientamento familistico. Per quel che riguarda l'Italia, è presumibile che sussista un nesso tra questa propensione e l'endemica sottocapitalizzazione delle piccolo-medie imprese. Inoltre, va tenuto presente che all'accumulo di ricchezza da parte delle famiglie italiane ha fatto da contraltare un veloce accumulo di debito pubblico, specie negli anni Settanta e Ottanta in cui i trasferimenti pubblici a favore delle famiglie sotto forma di pensioni, pagamenti di interesse e fornitura di servizi a prezzi sussidiati erano particolarmente generosi, la pressione fiscale era ancora

contenuta e l'evasione fiscale ampiamente tollerata. Un effetto a lungo termine di questo accumulo di debito pubblico è stata in Italia la compressione degli investimenti pubblici in infrastrutture, con cui si è tentato di rallentare la crescita del debito senza incidere su spesa sociale e trasferimenti, con conseguenze certamente non positive sul trend di crescita della produttività e del PIL.

3) Il rialzo dei prezzi degli asset finanziari “spiazza” gli investimenti in asset produttivi

L'alto livello di debito (privato e pubblico) e l'abbassamento strutturale del potenziale di crescita dei paesi ricchi convivono con la sovra-capacità produttiva presente in varie aree del mondo e con prezzi degli asset tornati alti grazie alle politiche monetarie espansive degli ultimi anni. Infatti, assorbendo grandi quantità di titoli emessi da privati e da governi e pompando liquidità nel sistema, le banche centrali hanno prima posto un freno alla discesa dei prezzi degli asset che ha fatto seguito allo scoppio della crisi finanziaria e poi li hanno risospinti verso l'alto, evitando la catena generalizzata di default che aveva caratterizzato la Grande Depressione degli anni Trenta. In tal maniera non si è verificata all'indomani della crisi del 2008 una distruzione di ricchezza così drastica e subitanea come quella degli anni Trenta e si è dato modo al processo di *deleveraging* del settore privato di avvenire gradualmente. Al tempo stesso, però, parte consistente del debito privato incombente al momento della crisi è ancora in essere, limitando in particolare la capacità di spesa delle famiglie a reddito medio-basso, di quelle famiglie cioè che meno hanno potuto giovare delle buone performance che i mercati degli asset finanziari hanno avuto in questi ultimi anni. Inoltre, l'aumento del debito pubblico avutosi in quasi tutti i paesi avanzati per far fronte alla crisi ha ridotto lo spazio fiscale disponibile per misure congiunturali. Non è insomma avvenuta quella operazione di radicale pulizia dei bilanci familiari e pubblici che avrebbe potuto facilitare una robusta ripresa della domanda domestica. In attesa che si materializzi questa robusta ripresa, le imprese non finanziarie sono inclini a posticipare i loro investimenti in asset produttivi e a trattenere la liquidità di cui spesso sono gonfie o a restituirla ai loro proprietari sotto forma di dividendi e/o di riacquisto di azioni, i cui prezzi vengono così mantenuti alti. Al tempo stesso, l'abbondanza di liquidità tende a far crescere il prezzo degli asset irripetibili ad un tasso più alto di quello del PIL nominale, spiazzando ulteriormente gli investimenti in asset produttivi ripetibili. Ci sono quindi ragioni per sostenere che il sostegno ai prezzi degli asset fornito dalle banche centrali dopo lo scoppio della crisi ha avuto come effetto indesiderato quello di spiazzare gli investimenti produttivi.

In altre parole, abbattendo i tassi di interesse sui titoli di stato dei principali paesi industriali, le autorità monetarie hanno spinto gli investitori a cercare rendimenti più alti ricomponendo i loro portafogli in direzione di obbligazioni societarie e azioni, abbassando così il costo a cui le imprese possono indebitarsi sul mercato dei capitali. Ma in una situazione in cui il tasso di rendimento atteso sugli investimenti produttivi non appare sufficiente a giustificare il rischio che questi comportano, le imprese tendono ad utilizzare la possibilità di indebitarsi a basso costo per remunerare i loro

azionisti con dividendi più elevati e con la “*de-equitization*”, validando in tal modo l’alta quotazione delle loro azioni.

Le principali banche centrali delle economie avanzate hanno dovuto affrontare un dilemma di non facile soluzione da cui solo la Federal Reserve al momento sembra in procinto di uscire: se non pompano liquidità i prezzi degli asset si sgonfiano e i tassi d’interesse salgono, rendendo così insolventi i debitori più esposti, tra i quali gli stati pesantemente indebitati del Sud Europa. D’altra parte, sostenendo il valore degli asset e puntellando quella quota del debito in essere che è di fatto inesigibile contribuiscono a preservare un’illusione di ricchezza che tiene alta la struttura dei costi e disincentiva gli investimenti produttivi.

4) Investimenti pubblici: possono effettivamente favorire la crescita?

Sullo sfondo dello scenario globale tratteggiato sopra vanno valutate efficacia e opportunità di una strategia di rilancio della crescita nella periferia dell'area euro che si propone di curare gli effetti di una crisi dovuta ad un eccesso di debito tramite l'accensione di nuovo debito. In generale, contrarre debito pubblico per innescare la crescita che si è inceppata funziona – in una situazione in cui il rapporto debito pubblico-PIL è già alto al limite della sostenibilità – solo se l'espansione della domanda così generata determina un aumento non effimero del PIL che consenta di ripagare il debito aggiuntivo che è stato necessario per finanziare questa espansione della domanda. Semplificando, un aumento del deficit pubblico è da ritenersi auspicabile in questa situazione solo se a lungo andare ha come effetto probabile una riduzione del rapporto debito pubblico-PIL. E' lecito attendersi che ciò debba valere nel caso in cui l'indebitamento finanzi un incremento degli investimenti pubblici, ma solo se questi ultimi abbiano un ritorno atteso sufficientemente alto, ovvero se ci si attende che tale incremento abbia consistenti effetti benefici perduranti nel tempo sul potenziale di crescita dell'economia. E affinché li abbia, i progetti da finanziare devono superare un rigoroso vaglio costi-benefici ed essere portati a termine in modo efficiente, cioè senza sprechi di risorse dovute a lungaggini burocratiche e corruzione. Inoltre, gli investimenti pubblici devono attivare investimenti privati ad essi complementari, il che accade solo se in un contesto di recuperata competitività in cui vi siano ragionevoli aspettative di profitto per coloro che investono. In mancanza di ciò, un aumento di spesa pubblica (o una riduzione delle tasse) finanziata in deficit determinerebbe al più un sollievo meramente congiunturale (non irrilevante in termini sociali e di consenso politico), e a medio-lungo termine lascerebbe dietro di sé una situazione ulteriormente deteriorata. Probabilmente, questa è una lezione da trarre dall'esperienza dei pacchetti di investimenti pubblici finanziati in deficit con cui il Giappone a partire dagli anni Novanta ha ripetutamente tentato di rilanciare la crescita e di contrastare le spinte deflative, che non solo hanno sostanzialmente fallito negli obiettivi per i quali erano stati implementati, ma in più hanno contribuito non poco ad alzare pericolosamente il rapporto deficit pubblico-PIL. *Mutatis mutandis*, a considerazioni non dissimili si prestano anche gli analoghi e massicci pacchetti con cui le autorità cinesi hanno tentato di tenere altissimo il tasso di crescita anche dopo il rallentamento dell'economia mondiale dovuto alla crisi. Da questi episodi si potrebbe concludere che, se il presunto trade off rigore/crescita è qualcosa di più di un'invenzione giornalistica, esso vale nella migliore delle ipotesi solo a breve termine, con pesanti strascichi a più lungo andare.

Applicato ai problemi dei paesi della periferia Sud dell'area euro, l'implicazione principale di quanto sopra è che un'espansione della domanda associata ad un aumento degli investimenti

pubblici finanziato a debito può essere d'aiuto nel rilanciare la crescita solo se accompagnata da uno shock permanente dal lato dell'offerta che, agendo sia sui costi di produzione che su produttività ed efficienza, riduca il gap strutturale di competitività che penalizza questi paesi. Altrimenti, espandere la loro domanda interna tramite politiche espansive sarebbe come versare acqua in un catino bucato e finirebbe solo con l'aumentare il rapporto debito pubblico-PIL. Infatti, in uno scenario in cui problemi strutturali irrisolti comprimono la crescita sostenibile nel lungo periodo, rilanciare la domanda finanziando in deficit gli investimenti pubblici non solo non innescherebbero un processo di crescita in grado di autoalimentarsi, ma non scalfirebbero neppure quella riluttanza di famiglie ed imprese a spendere che genera i segnali di deflazione recentemente avvertiti nella periferia Sud dell'area euro.

Certamente, il consistente ribasso del prezzo dell'energia e il deprezzamento dell'euro degli ultimi mesi rappresenta uno shock dal lato dell'offerta di carattere temporaneo che aiuterà la periferia sud dell'area euro ad uscire dalla recessione. Ma solo riforme strutturali che agiscano sulla struttura dei costi e l'andamento della produttività – da tempo assai deludente nella periferia dell'area euro – determinerebbero quello shock permanente cui si è fatto riferimento. L'agenda di tali riforme varia da paese a paese e non verrà qui discussa. Il punto da sottolineare in questa sede è che qualora venissero attuate misure veramente efficaci e non di facciata che alzassero permanentemente il potenziale di crescita di una delle economie sud-europee, non c'è ragione per cui i mercati non debbano essere disposti a finanziare con un modesto premio di rischio investimenti pubblici del paese in questione che accompagnassero queste misure e rafforzassero tale potenziale, anche se così facendo il suo deficit di bilancio oltrepassasse temporaneamente i limiti previsti dai trattati europei. In questo caso, ci sarebbe una buona ragione per consentire a questo paese di derogare dal rigido rispetto di tali limiti. Infatti, allentati i nodi strutturali che tarpano la crescita del paese, l'abbondantissima liquidità esistente in questa fase sui mercati dei capitali e l'appetito diffuso per rendimenti un po' più elevati di quelli offerti dai titoli pubblici tedeschi non farebbero mancare le risorse necessarie a finanziare credibili pacchetti di investimenti pubblici. Non si porrebbe quindi il problema di predisporre schemi di finanziamento a livello europeo.

In mancanza delle misure in questione, o se esse fossero palesemente inadeguate per affrontare i problemi strutturali che non consentono a queste economie di crescere in modo sostenibile ad un tasso in grado di ripagare gli aumenti del deficit pubblico risultanti da politiche espansive, investitori razionali finirebbero col chiedere elevati premi di rischio per finanziarle ed esse non andrebbero effettuate. Non a caso, proprio nei paesi periferici dove più forti sono le resistenze a intraprendere riforme incisive e maggiore il ritardo nell'implementarle, si fa martellante la richiesta

affinché qualche forma di mutualizzazione del debito a livello europeo o d'intervento dell'ECB permetta loro di finanziare a condizioni più favorevoli aumenti di spesa o tagli alle tasse che diano un qualche sollievo congiunturale. Il Piano Juncker rappresenta appunto il compromesso politico faticosamente raggiunto in risposta a questa contraddizione di fondo, per cui si chiede all'intervento europeo di finanziare investimenti che i mercati appaiono riluttanti a finanziare, ma si vuole che lo si faccia in base a logiche di mercato.

BIBLIOGRAFIA ESSENZIALE

Blundell-Wignall Adrian and Roulet Caroline (2013), "Long-term investment, the cost of capital and the dividend and buyback puzzle", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2013, Issue 1.

Bonnet Odran, Bono Pierre-Henry, Chapelle Guillaume and Wasmer Étienne (2014), "Does housing capital contribute to inequality? A comment on Thomas Piketty's Capital in the 21st Century", Sciences Po-Department of Economics, Discussion Paper 2014-07.

Davis James B., Sandström Susanna, Shorrocks Anthony and Wolff Edward N. (2011), "The level and distribution of global household wealth", *Economic Journal*, 121: 223-254.

ECB (2013), "The Eurosystem household finance and consumption survey. Results from the first wave", Statistics Paper Series No. 2.

Gros Daniel (2014), "Investment as the key to recovery in the euro area?", CEPS Policy Brief No. 326, 18 November 2014.

IMF (2014), "Adjustment in the euro area deficit countries: Progress, challenges, and policies", IMF Staff Discussion Note, July 2014.

IMF (2014), "Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment", in IMF, *World Economic Outlook*, October 2014.

Jordà Oscar, Schularick Moritz and Taylor Alan M. (2014), "The great mortgaging: Housing finance, crisis, and business cycles", NBER Working Paper 20501.

Piketty Thomas (2013), "*Capital in the Twenty-First Century*", Cambridge: Harvard University Press.

Rowthorn Robert (2014), "A note on Piketty's Capital in the Twenty-First Century", *Cambridge Journal of Economics*, 38: 1275-1284.

Roxburgh Charles, Labaye Eric, Thompson Fraser, Tacke Tilman and Kauffman Duncan "Investing in growth: Europe's next challenge", McKinsey Global Institute.

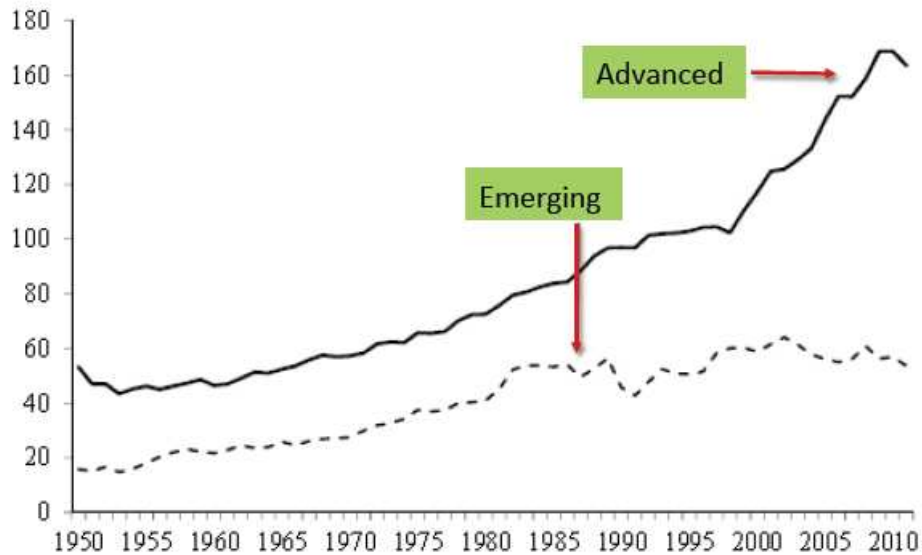
Teulings Coen and Baldwin Richard (eds) (2014), "Secular stagnation: Facts, causes and cures" London: CEPR Press.

Turner Adair (2014), "Wealth, debt, inequality and low interest rates: Four big trends and some implications, mimeo, Cass Business School.

Twaites Gregory (2014), "Unbalanced growth, secular stagnation and the relative price of investment goods", mimeo.

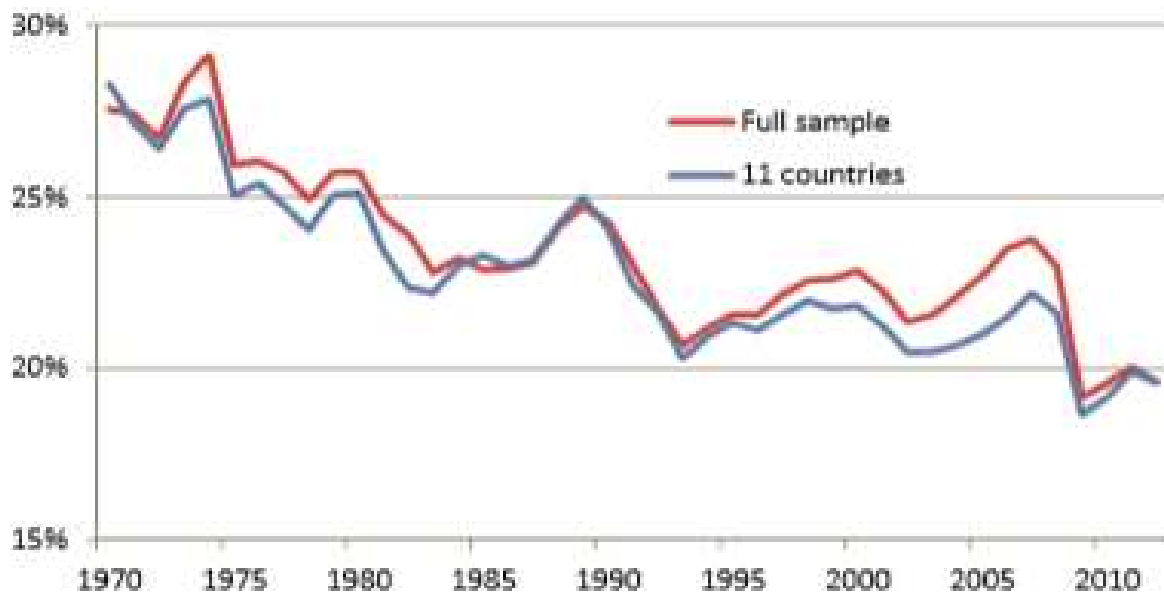
GRAFICI E TABELLE

Private domestic credit as a % of GDP: 1950 – 2011



Source: *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, C. Reinhart & K. Rogoff, 2013.

Nominal investment-GDP ratios*



*Broad sample of industrialised countries and restricted sample of 11 countries (Australia, Austria, Denmark, Finland, Germany, Italy, Japan, Netherlands, Sweden, the UK and the US)

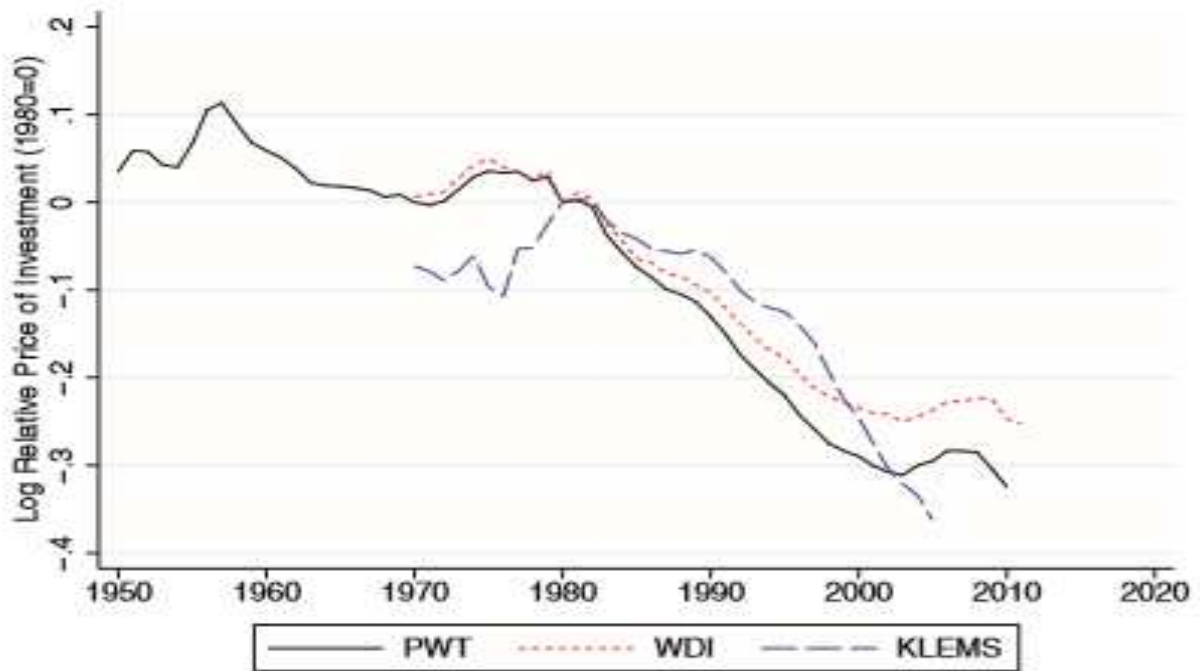


FIGURE VII

Declining Global Price of Investment Goods

The figure shows year fixed effects from regressions of the log relative price of investment that absorb country fixed effects to account for entry and exit during the sample. The regressions are weighted by GDP measured in U.S. dollars at market exchange rates.

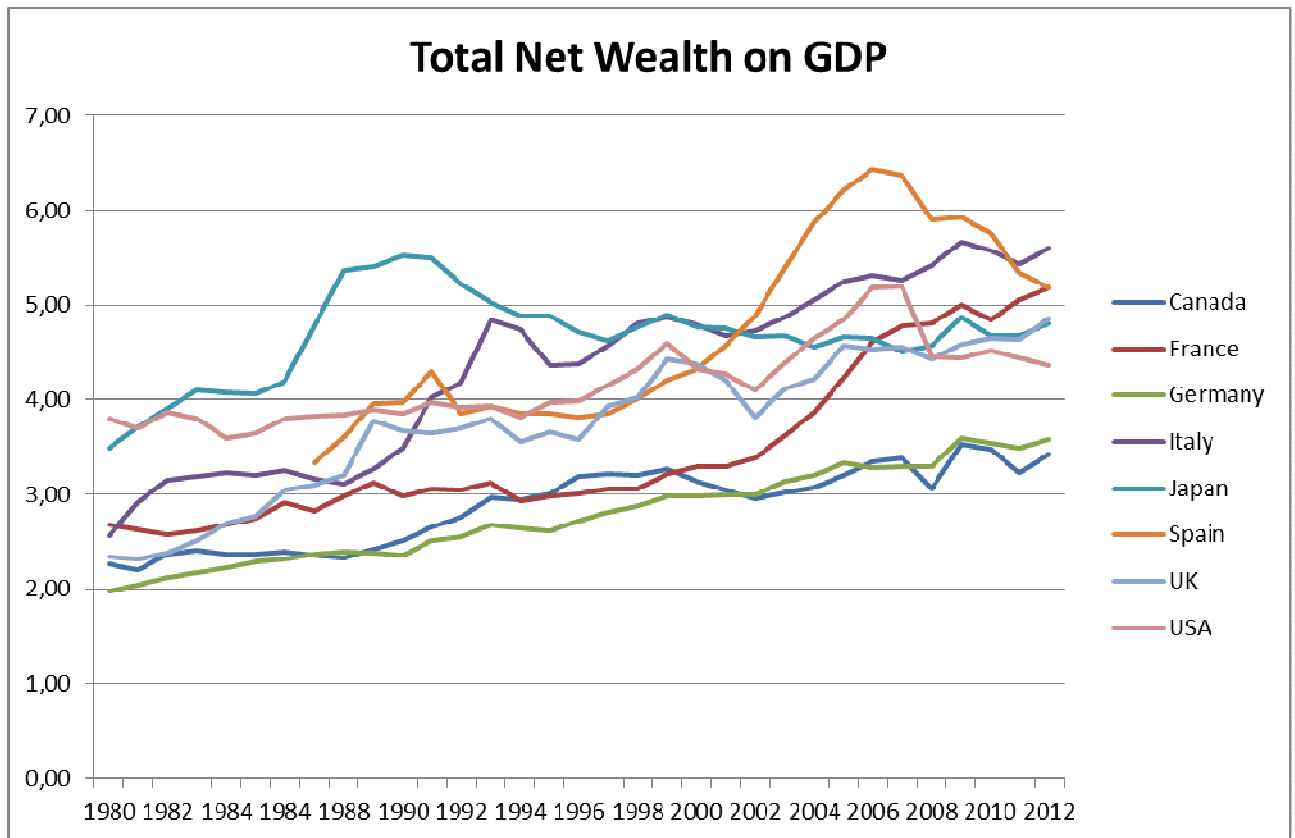
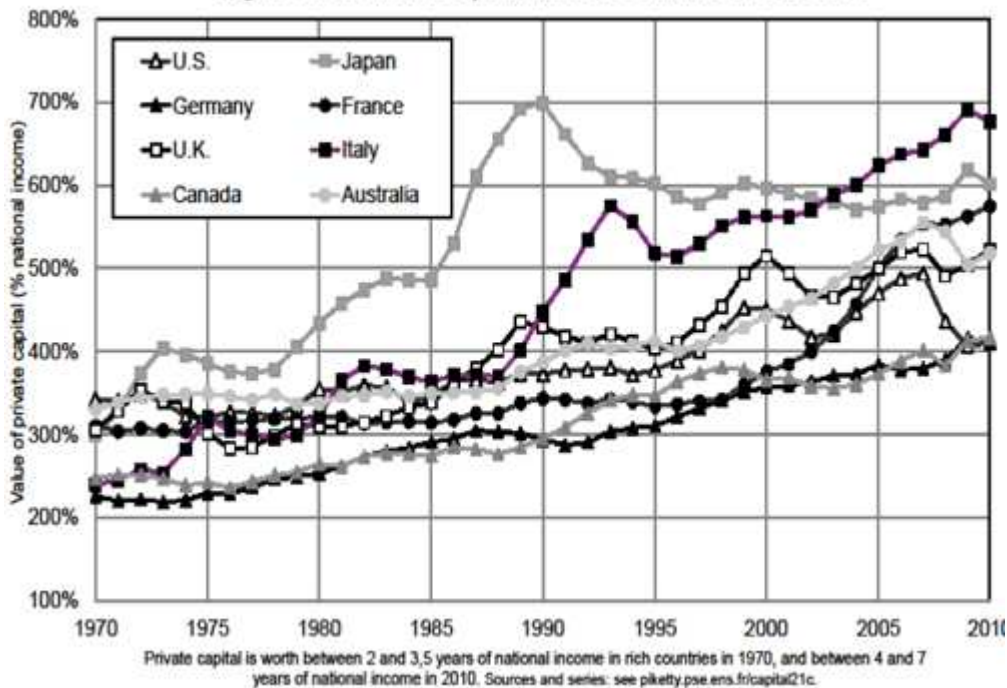


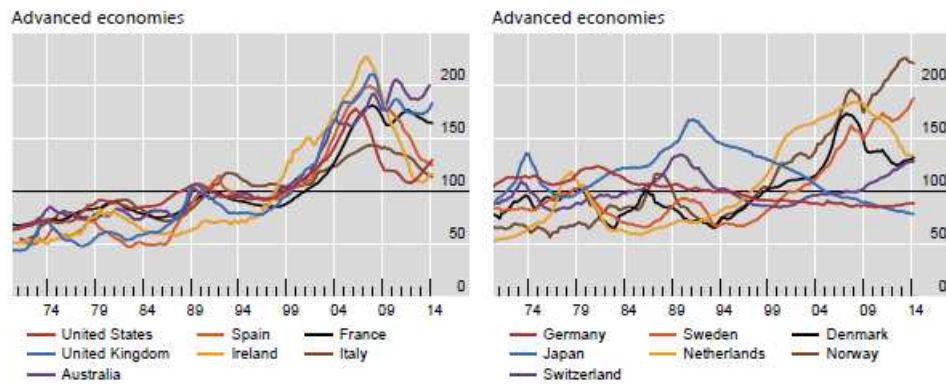
Figure 5.3. Private capital in rich countries, 1970-2010



International house price indices¹

Full sample = 100

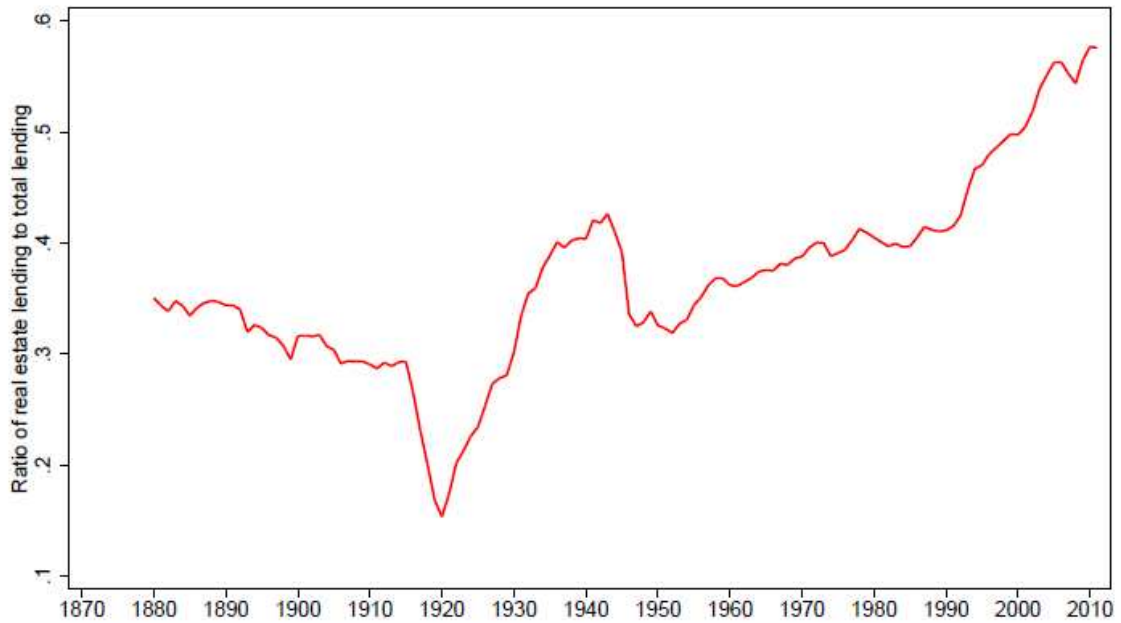
Graph 1



Households' debt-GDP ratio (% of GDP)*









Figure 4: Aggregate share of real estate lending in total bank lending



Notes: Share of real estate lending to total lending averaged across 17 countries. Before 1880 the sample size is too small for use. See text.

The dominance of real estate in bank lending

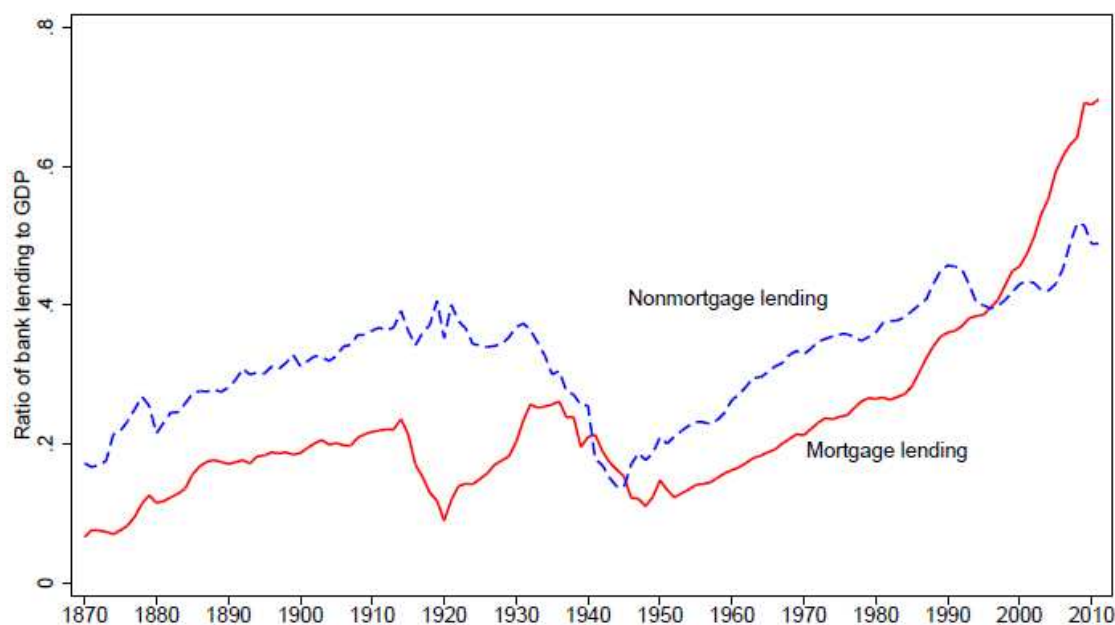
	Total bank credit to domestic private sector	Mortgage credit	Mortgage credit as % of total
	129%	74%	57%
	206%	131%	64%
	155%	78%	50%
	175%	101%	57%
	122%	78%	64%
 *	130%	91%	70%

(*Bank and non-bank combined)

+ Commercial real estate at typically around 20% - 25% of total lending

Source: Jordá, Schularick and Taylor, "Betting the Home", forthcoming 2014

Figure 2: Bank mortgage and non-mortgage lending to GDP, 1870–2011: Average ratio to GDP by year for 17 countries



Notes: Mortgage (residential and commercial) and non-mortgage lending to the business and household sectors. Average across 17 countries. See text.

Tables

		DE	GR	ES	IT	PT	FR	NL	AT	FI
Total population		44.2	72.4	82.7	68.7	71.5	55.3	57.1	47.7	67.8
by income	Bottom 20%	16.3	64.5	78.0	54.3	65.5	30.3	40.7	27.1	41.3
	20-40%	34.7	69.0	79.2	60.5	63.3	42.9	42.8	40.8	57.2
	40-60%	43.2	72.0	82.4	67.4	71.9	53.1	53.5	47.8	67.4
	60-80%	55.2	73.9	84.7	78.6	75.0	70.3	71.3	53.5	82.0
	80-90%	69.9	79.8	86.7	79.3	78.6	76.4	75.6	66.0	87.3
	90-100%	74.4	85.6	91.9	86.2	84.9	83.1	79.0	72.9	94.7
by net wealth	Bottom 20%	3.8	6.5	30.6	2.3	12.4	1.2	25.0	3.1	19.3
	20-40%	6.7	73.9	92.6	54.1	66.6	13.4	22.8	3.9	34.1
	40-60%	39.4	92.8	96.6	93.2	89.2	77.5	55.1	52.0	90.9
	60-80%	79.0	95.0	96.9	97.2	94.5	91.1	87.3	87.9	96.5
	80-90%	93.0	95.2	97.3	97.2	96.1	92.5	93.2	91.1	97.6
	90-100%	91.5	93.7	96.6	96.8	93.7	93.8	97.8	92.4	98.9

Table 1. Fraction of households owning their main residence in 2010 (breakdowns by income and wealth).

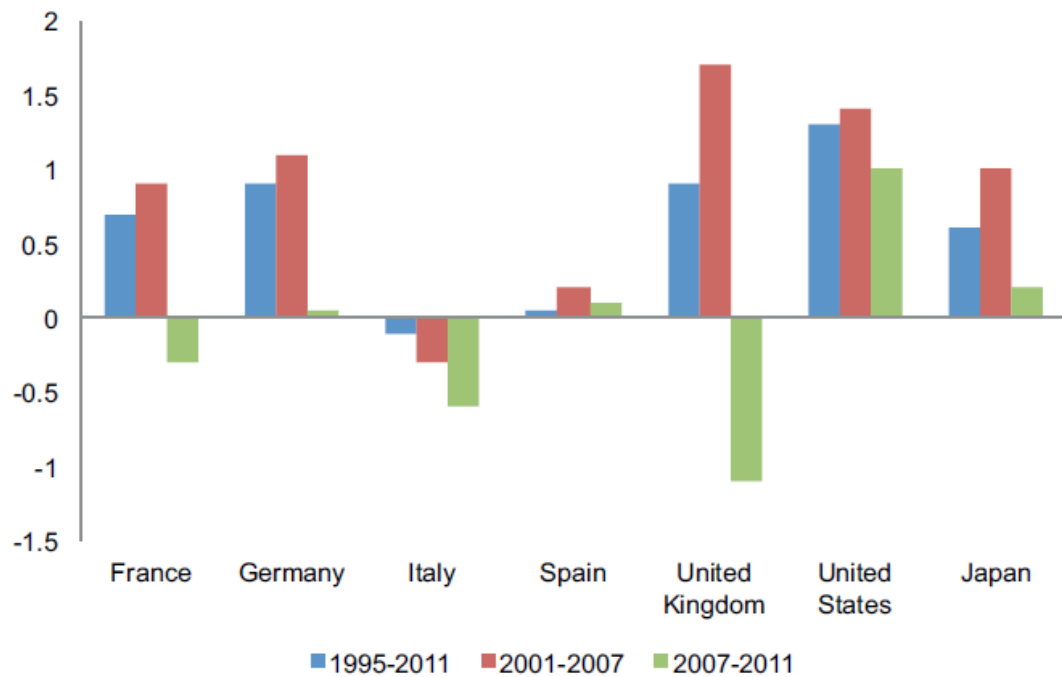
Source: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (ECB 2013).

		DE	GR	ES	IT	PT	FR	NL	AT	FI
All	Total assets	67.9	110.2	210.2	188.0	93.2	150.4	217.3	92.8	132.7
		5.0	2.6	5.3	4.6	3.0	3.2	9.0	9.7	2.1
	Total liabilities	12.6	14.6	36.0	15.0	31.7	18.4	89.1	13.8	29.4
		1.2	1.6	2.6	1.7	2.7	1.1	6.1	3.2	0.9
	Net wealth	51.4	101.9	182.7	173.5	75.2	115.8	103.6	76.4	85.8
		3.2	2.5	3.8	3.9	3.0	4.0	8.1	11.0	2.1
Owners	% of households	44.2	72.4	82.7	68.7	71.5	55.3	57.1	47.7	69.2
	Total assets	263.1	152.1	245.6	259.5	127.0	273.8	330.5	264.1	196.4
		9.0	4.4	4.7	3.5	4.1	3.9	9.8	9.1	2.4
	Total liabilities	61.7	20.0	43.4	31.0	40.6	44.2	132.8	30.8	56.7
		6.4	2.4	2.9	3.4	2.5	2.2	4.7	9.3	1.1
	Net wealth	215.5	136.5	214.3	250.8	106.1	238.4	214.8	241.2	153.1
		9.4	4.8	5.6	3.8	3.7	4.1	9.1	9.6	1.8
Non-owners	Total assets	13.3	7.0	9.1	12.0	5.5	9.5	25.7	13.7	5.2
		1.3	1.0	1.6	0.8	0.5	0.4	4.2	1.1	0.2
	Total liabilities	3.3	5.0	8.0	5.0	3.0	4.4	11.2	3.6	4.9
			0.4	0.9	1.1	0.2	0.9	0.3	3.4	0.5
	Net wealth	10.3	5.4	5.1	10.8	4.5	7.8	19.3	11.6	2.8
		1.2	0.7	0.9	0.8	0.6	0.4	5.3	0.9	0.3

Table 2. Gross and net wealth per household (2010). Medians (Euro thousands) and % households. The standard errors are reported below the main figures.

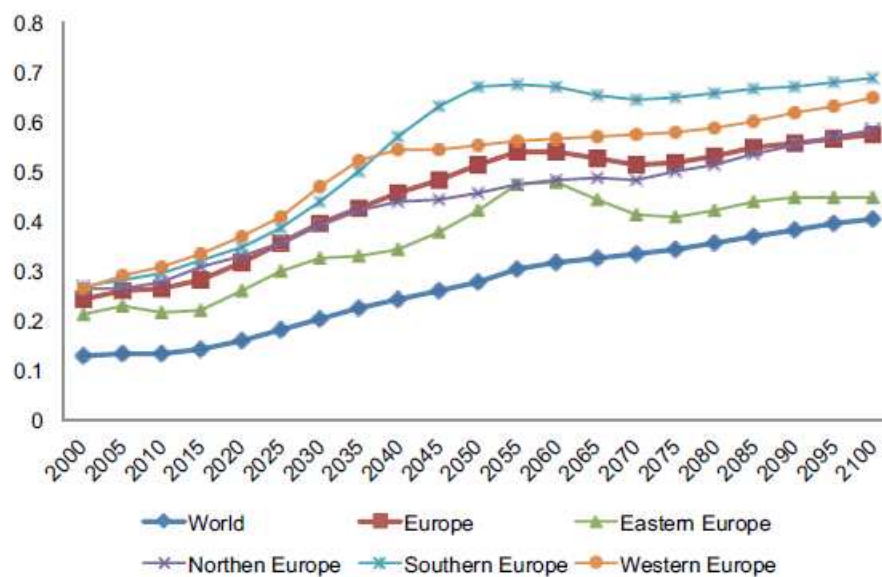
Source: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (ECB 2013).

Figure 4 Total factor productivity (growth rates in percentage, annual average)



Source: OECD.

Figure 1 Population over 65 years of age/Population 20-64 years of age



Source: The 2012 Revision of the World Population Prospects, United Nations.