

*Durante un summit del FMI svoltosi alla fine del 2013 Larry Summers, economista ed ex sottosegretario al Tesoro dell'amministrazione Clinton, ha avanzato l'ipotesi che la crisi capitalistica scoppiata nel 2007 non rappresenti semplicemente un fatto congiunturale, ma sia la conseguenza di un più generale processo di stagnazione secolare. Questa tesi ha dato vita a un dibattito tra i maggiori economisti americani - Krugman, Bernanke e altri -, che Summers ricapitola brevemente nell'articolo che segue. La ragione per cui abbiamo deciso di tradurre l'articolo pubblicato a febbraio su Foreign Affairs è che questo dibattito presenta numerosi elementi di interesse anche per il pubblico italiano.*

*1. Pur non condividendo l'ottimismo con cui Summers termina il suo articolo, facendo intravedere una 'facile' soluzione del problema attraverso una politica fiscale espansiva, cioè un aumento della spesa pubblica, paragonata alla semplice riparazione di un motore inceppato, la tesi della stagnazione secolare ha il merito di sottolineare che l'ultima recessione e la lentezza della ripresa successiva è il frutto di un problema strutturale dell'economia capitalistica.*

*2. Di fronte alla facile propaganda economica da talk show, che ci presenta un aumento dello zero virgola qualcosa del PIL come la dimostrazione che la crisi volge al termine, è estremamente educativo osservare che gli economisti seri, a qualunque scuola appartengano, sono estremamente preoccupati circa la possibilità di tornare a una nuova fase espansiva dell'economia mondiale in tempi brevi. Anzi, in molti prevedono un'ulteriore ondata di recessione nei prossimi anni, legata anche al rallentamento della locomotiva cinese.*

*3. Summers ha anche il merito di sottolineare l'inefficacia del monetarismo, cioè di quella scuola di economisti che pensano di poter risolvere i problemi strutturali del capitalismo semplicemente aumentando o diminuendo la quantità di moneta circolante, un approccio di cui il quantitative easing, più ancora l'utilizzo propagandistico che di esso è stato fatto dai media presentandolo come una medicina miracolosa, è un esempio. I banchieri centrali, incluso Draghi, in realtà sanno benissimo che stampare moneta è un modo per tamponare la crisi, evitando che precipiti, ma alla lunga non solo non risolve il problema, ma rischia di aggravarlo. Un caso paradigmatico di quella che Keynes chiamò 'trappola della liquidità' e che Krugman ha posto al centro della sua riflessione negli ultimi anni.*

*4. La teoria della stagnazione finanziaria legata a un declino dei tassi di interesse naturali nel lungo periodo ricorda, per molti versi, la legge della caduta tendenziale del saggio di profitto, formulata da Marx nel Capitale. Il legame è intuitivo, nel senso che se il saggio di profitto, in termini moderni la redditività degli investimenti, tende a diminuire nel lungo periodo, è presumibile che ciò accresca la propensione al risparmio a scapito del consumo e degli investimenti e finendo per comprimere i tassi di interesse. Ma poiché l'economia è una scienza e non si può accontentare dei nessi intuitivi, bisognerebbe analizzare in modo più dettagliato la questione sulla base di dati macroeconomici concreti. Si tratta di un campo di indagine interessante a cui forse qualcuno vorrà dedicare i propri sforzi in futuro.*

*5. Infine Summers accenna a un aspetto che lega il rallentamento degli investimenti all'innovazione tecnologica, capovolgendo la tesi secondo cui la ricerca in campo tecnico sarebbe sempre un volano dello sviluppo economico. In realtà ci sono fasi in cui il superamento di un vecchio paradigma tecnologico determina l'introduzione e la sperimentazione di nuove tecnologie che competono e si avvicendano in modo molto rapido. E' una situazione simile a quella verificatasi ad esempio nel campo della fotografia. Ci è voluto un secolo infatti, a partire dall'introduzione delle prime tecniche*

*fotografiche, a stabilizzare il metodo della stampa su pellicola, introdotto alla fine dell' '800. Da allora la fotografia si è limitata ad affinare lo stesso procedimento fino al lancio delle immagini digitali avvenuto alla fine degli anni '90. Fino a che il mercato non seleziona una tecnica dominante quindi investire forti somme in nuove tecnologie significa rischiare di ritrovarsi dopo pochi anni con macchinari diventati velocemente obsoleti. Si tratta infatti di un investimento in capitale fisso con un tempo di ammortamento molto breve, che ne abbassa la redditività. Per i grandi investitori conviene dunque aspettare che si affermi un nuovo modello basato sulla stabilizzazione di una tecnica dominante destinata a durare per un periodo sufficientemente lungo da garantire un'alta redditività degli investimenti.*

## **L'epoca della stagnazione secolare: cos'è e come affrontarla**

*Foreign Affairs*, 15 febbraio 2016

di Larry Summers

Se la recente crisi finanziaria e la recessione hanno rappresentato qualcosa di sorprendente, ancor più lo è stato il comportamento delle economie dei paesi sviluppati e dei mercati finanziari durante la successiva fase di ripresa.

La maggior parte degli osservatori si aspettava che la recessione, insolitamente profonda, fosse seguita da un rapido recupero, con la produzione e l'occupazione di nuovo ai livelli pre-crisi in tempi relativamente brevi. Tuttavia, nonostante le politiche monetarie aggressive della Federal Reserve, la ripresa, sia negli Stati Uniti che nel resto del mondo, è stata largamente inferiore alle previsioni e molto più debole di quanto avvenuto in passato in occasioni analoghe. Se infatti la *performance* dell'economia USA fosse stata in linea con le proiezioni fatte dal Budget Office del Congresso nell'agosto 2009 - dopo che era stato approvato il programma di stimolo all'economia e la ripresa era iniziata - il PIL americano oggi dovrebbe essere circa 1300 miliardi di dollari più del suo attuale ammontare.

Quasi nessuno nel 2009 immaginava che i tassi di interesse americani sarebbero stati vicino allo zero per 6 anni, che i principali tassi europei sarebbero diventati negativi e che le banche centrali dei paesi del G7 avrebbero visto crescere i propri bilanci complessivamente di più di 5mila miliardi di dollari. Se qualche anno fa fossero state annunciate tali misure gli economisti avrebbero previsto senza tema di smentite che l'inflazione sarebbe diventato un problema serio e in seguito sarebbero rimasti scioccati scoprendo invece che è rimasta ben al di sotto del 2% negli USA, in Europa e in Giappone.

All'inizio della crisi il rapporto debito/PIL degli Stati è salito drasticamente: dal 41% del 2008 al 74% di oggi negli USA, dal 47% al 79% in Europa e dal 95% al 126% in Giappone. I tassi di interesse a lungo termine sono ancora molto bassi. Il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni è attorno al 2% negli USA, allo 0,5% in Germania e attorno allo 0,2% in Giappone (dato di inizio 2016). Questi valori fanno pensare che oggi i mercati si aspettino bassa inflazione e bassi tassi di interesse ancora per molti anni. Pur con le cautele del caso, vista la difficoltà di avanzare previsioni sull'andamento dei mercati delle obbligazioni indicizzate, è corretto aspettarci che l'inflazione nei paesi industrializzati si aggirerà intorno all'1% per altri 10 anni e che per tutto quel periodo i tassi di interesse saranno vicini allo zero. In altre parole, a quasi 7 anni dalla ripresa dell'economia americana i mercati non si aspettano il ritorno di condizioni 'normali' in tempi brevi.

La chiave per comprendere questa situazione è il concetto di stagnazione secolare, introdotto per la prima volta dall'economista Alvin Hansen negli anni '30. Le economie dei paesi industriali - secondo la sua visione - soffrono di uno squilibrio derivato da una crescente propensione al risparmio e da una decrescente propensione all'investimento. Il risultato è che l'eccessivo risparmio agisce come un freno ai consumi, comprimendo la crescita e l'inflazione, mentre lo squilibrio tra risparmio e investimenti fa scendere i tassi di interesse reali. Quando si raggiungono livelli di crescita significativi - come è successo negli USA tra il 2003 e il 2007 - ciò deriva da un pericoloso aumento dei prestiti che trasformano l'eccesso di risparmio in un insostenibile livello di investimenti (in quel caso manifestatosi nella forma di una bolla immobiliare).

Altre spiegazioni di quanto sta accadendo sono state proposte in particolare dalla teoria dell'eccesso di debito di Kenneth Rogoff, da quella di Robert Gordon sulle barriere dal lato dell'offerta, da quella di Ben Bernanke sull'eccesso di risparmio e infine dalla teoria di Paul Krugman sulla trappola della liquidità. Tutte queste teorie hanno una qualche efficacia, ma la teoria della stagnazione secolare è quella che rende conto nel modo più completo della situazione ed è la miglior base per ricavarne delle indicazioni in termini di politica economica. La buona notizia è che, sebbene gli sviluppi in Cina e altrove stiano aggravando il rischio di un ulteriore deteriorarsi dell'economia mondiale, una politica fiscale espansiva da parte del governo americano può aiutare a superare il problema della stagnazione e rilanciare la crescita economica.

### **Bloccati nei tassi naturali**

Proprio come il prezzo del grano oscilla fino a raggiungere un equilibrio tra domanda e offerta è naturale supporre che i tassi di interesse - il costo del denaro - oscillino fino a creare un equilibrio tra l'offerta di risparmio e la domanda di investimenti. I risparmi in eccesso tendono a far scendere i tassi di interesse, mentre l'eccessiva domanda di denaro da investire li fa salire. Utilizzando un termine introdotto dall'economista svedese Knut Wicksell, è consuetudine chiamare il tasso di interesse reale nel punto di equilibrio tra risparmio e investimenti e in un quadro di piena occupazione tasso di interesse reale 'naturale' o 'neutro'. La stagnazione secolare si verifica quando questo tasso è così basso da non poter essere raggiunto passando attraverso le tradizionali misure monetarie delle banche centrali. A quel punto gli auspicati livelli di risparmio superano gli auspicati livelli di investimento portando a un deficit di domanda e a una crescita debole<sup>1</sup>.

La situazione qui descritta in termini di modello teorico è coerente con molte delle tendenze che abbiamo visto manifestarsi negli ultimi anni. I tassi di interesse reali sono molto bassi, la domanda è fiacca e l'inflazione anch'essa bassa, proprio come di solito accade in presenza di un eccessivo risparmio. Non essendoci molte opportunità di nuovi investimenti il risparmio si è rivolto verso attività già esistenti provocandone un aumento dei prezzi.

Affinché la stagnazione secolare sia un'ipotesi plausibile ci devono essere valide ragioni per supporre che i tassi di interesse reale naturale siano scesi stabilmente per un certo periodo fino a toccare un livello insolitamente basso. In effetti parecchi studi recenti hanno cercato di analizzare la questione e in generale hanno accertato una diminuzione di parecchi punti percentuali. Un argomento ancor più convincente è che nell'ultima generazione svariati fattori hanno aumentato con crescente evidenza la propensione al risparmio nei paesi sviluppati e ridotto la propensione a investire. La crescita del risparmio è stata favorita dall'aumento delle disuguaglianze e della quota di reddito appannaggio dei ricchi, dall'incertezza rispetto all'età della pensione e all'accesso ai servizi, dalla compressione del

credito (in particolare dei mutui casa) e infine da una sempre maggiore accumulazione di *asset* da parte di banche centrali straniere e fondi sovrani. Mentre il rallentamento nella crescita della forza-lavoro, la disponibilità di beni strumentali a basso costo, le restrizioni al credito (dovuta a regole più restrittive che in passato) hanno fatto diminuire gli investimenti.

Inoltre, fattore forse ancor più importante, la *new economy* è caratterizzata da una tendenza alla conservazione del capitale. Apple e Google, ad esempio, sono le due maggiori aziende degli USA e sono molto interessate all'introduzione di nuove tecnologie, ma allo stesso tempo sono entrambe inondate di liquidità e pressate dalla richiesta di distribuirne una quota maggiore ai propri azionisti. Pensate poi all'impatto di Airbnb sulla costruzione di hotel, a quello di Uber sulla domanda di auto e di Amazon sulla costruzione di centri commerciali o, più in generale, all'influenza esercitata dall'*information technology* sulla domanda di fotocopiatrici, stampanti, locali a uso ufficio. In un periodo di rapidi cambiamenti tecnologici a molti può sembrare più sensato rimandare nuovi investimenti finché le nuove tecnologie rendono rapidamente obsolete quelle precedenti.

Diverse ricerche hanno esplorato l'impatto di tutti questi fattori e cercato di stimare fino a che punto essi abbiano contribuito a ridurre i tassi di interesse reale naturale. L'ultimo e più accurato di questi studi - gli autori sono Lukasz Rachel and Thomas Smith della Bank of England - è giunto alla conclusione che nei paesi industrializzati i tassi di interesse reale naturale sono scesi di circa il 4,5% negli ultimi 30 anni ed è probabile che in futuro si assestino a un livello ancor più basso. Questa previsione, considerata insieme agli attuali prezzi dei *bond* a lungo termine, suggerisce che la stagnazione 'alla giapponese' che ha colpito i paesi avanzati in questi anni potrebbe accompagnarci ancora per un po' di tempo.

## **Diagnosi differenziale**

Non tutti gli economisti credono nell'ipotesi della stagnazione secolare. Basandosi sulla monumentale storia delle crisi finanziarie che ha scritto con Carmen Reinhart, Rogoff, ad esempio, attribuisce le attuali difficoltà al fatto che si è accumulato uno *stock* di debito eccessivo per poi abatterlo rapidamente. Ma anche se ciò sicuramente ha contribuito alla crisi finanziaria, sembra una spiegazione insufficiente a dare conto di una ripresa economica così lenta diluita in un lasso di tempo così lungo. Inoltre la teoria dell'accumulazione del debito non ci fornisce alcuna spiegazione naturale della tendenza di lungo termine all'abbassamento dei tassi di interesse reale naturale. Appare più logico vedere l'accumulazione del debito criticata da Rogoff non semplicemente come un fattore esogeno, ma piuttosto come la conseguenza di un crescente eccesso di risparmio rispetto agli investimenti e della conseguente politica monetaria espansiva<sup>2</sup> necessaria a mantenere la piena occupazione.

Contemporaneamente Gordon si è soffermato su quella che potrebbe essere definita stagnazione secolare dal lato dell'offerta: un sostanziale declino del tasso di produttività rispetto agli anni d'oro compresi tra il 1870 e il 1970. Gordon probabilmente ha ragione nel sostenere che per un lungo periodo la crescita del PIL potenziale<sup>3</sup> e delle retribuzioni reali in America sarà abbastanza lenta. Ma se il maggiore indiziato di questo fenomeno fosse il calo dell'offerta (invece di quello della domanda), ci si aspetterebbe di vedere l'inflazione accelerare invece che rallentare<sup>4</sup>.

Per parte sua Bernanke invece sottolinea da un decennio un eccesso di risparmio derivante dalla liquidità in arrivo dai mercati emergenti. 10 anni fa in effetti questo fenomeno rappresentava un fattore importante, sommatosi all'eccesso di risparmio nei paesi

sviluppati e che potrebbe ripresentarsi se i mercati emergenti continueranno a sperimentare una fuga di capitali. Ma sia i tempi che la dimensione dell'esportazione di capitali da quei paesi fanno apparire poco verosimile che si tratti della principale causa del recente precipitare dei tassi di interesse reale naturale.

Krugman e altri hanno cercato di spiegare i recenti sviluppi e di fornire indicazioni di politica economica basate sul vecchio concetto keynesiano di trappola della liquidità<sup>5</sup>. Come Krugman ha sottolineato questa linea di pensiero corre parallela alla teoria della stagnazione secolare. Ma la maggior parte degli studi sulla trappola della liquidità la considera un fenomeno temporaneo più che una condizione potenzialmente stabile. Mentre i fatti oggi sembrano confermare che la stagnazione è una tendenza permanente della nostra economia.

Probabilmente l'ipotesi alternativa più rassicurante è che la stagnazione secolare sia stata un fenomeno del passato, ma oggi non possa riproporsi. Con la discesa del tasso di disoccupazione al 5% e la FED entrata in un ciclo caratterizzato da un nuovo aumento dei tassi di interesse - dicono i sostenitori di questa tesi - gli indicatori cominceranno a ritornare ai ritmi di crescita più sostenuti di qualche tempo fa. Tuttavia i mercati stanno scommettendo sul fatto che la FED non riuscirà a portare avanti le sue politiche monetarie restrittive tanto quanto ci si aspetta e, se un'altra ondata di recessione inizierà nei prossimi anni, i tassi verranno riportati a zero.

## **Buttiamola sul fisco**

Fino al 1970 la maggior parte degli economisti credeva che se i governi avessero gestito correttamente la domanda, le economie dei loro paesi avrebbero goduto di un basso livello di disoccupazione e di una forte crescita economica mantenendo un'inflazione relativamente modesta. Da tale convinzione seguiva che compito dei macroeconomisti fosse usare la leva monetaria e fiscale per governare bene la domanda. Ma questa idea alla fine fu messa a dura prova su due versanti: sul piano teorico da Milton Friedman, Robert Lucas e altri, in pratica dall'esperienza di un periodo di inflazione alta accompagnata da un alto tasso di disoccupazione.

L'emergere di questo fenomeno di 'stagflazione' nei tardi anni '70 portò a una diffusa accettazione dell'ipotesi del tasso naturale, cioè che una disoccupazione eccezionalmente bassa faccia accelerare l'inflazione. Secondo questa teoria, poiché i governi non accetterebbero tassi di inflazione stabilmente in crescita, le economie avrebbero la tendenza a oscillare intorno a un tasso naturale di disoccupazione, determinato da fattori quali la flessibilità del lavoro, la disponibilità di servizi e l'effettiva possibilità di cercare lavoro e di trovarlo. Governando con abilità la domanda i governanti potrebbero aspirare a ridurre l'ampiezza di tali oscillazioni e, pur avendo la possibilità di determinare il tasso medio di inflazione, non sarebbero in grado invece di aumentare il livello medio della produzione.

Dalla metà degli anni '80, una volta che l'inflazione è stata portata sotto il 10%, si è fatta strada una politica macroeconomica condivisa. L'obiettivo centrale della politica economica, secondo la maggioranza degli economisti, avrebbe dovuto essere ottenere un tasso basso e relativamente stabile di inflazione, dal momento che non sarebbero stati ricavati sostanziali vantaggi da un'inflazione più alta. Si pensava che tale condizione avrebbe potuto essere realizzata nel migliore dei modi garantendo con decisione l'indipendenza delle banche centrali dai governi e stabilendo degli obiettivi di inflazione tali da evitare aspettative di spesa eccessive. La politica fiscale in quel periodo non venne

considerata uno strumento primario di gestione della domanda, poiché ha tempi lenti, può far impennare i tassi e perché si pensava che la politica monetaria fosse sufficiente.

Tuttavia tutte queste tesi, messe a confronto con l'ipotesi della stagnazione secolare, appaiono problematiche. Infatti solo se fosse effettivamente possibile evitare una stagnazione secolare, potremmo aumentare in modo significativo la produzione dando maggior peso alle politiche di gestione della domanda citate. Il pericolo delle politiche monetarie, inoltre, sta non nella smania dei politici di risolvere i problemi facendo debito, ma nel rifiuto delle banche di produrre abbastanza domanda da spingere l'inflazione verso gli obiettivi fissati, permettendo una riduzione dei tassi reali. Perciò la politica fiscale assume un nuovo significato come strumento di stabilizzazione economica.

Finora nessuno di questi principi è stato pienamente fatto proprio da chi decide le politiche economiche nei paesi industriali avanzati. E' vero che le banche centrali hanno cercato, attraverso il *quantitative easing*, di allentare i cordoni monetari spingendo persino i tassi a breve termine ai minimi. Ma hanno utilizzato queste misure come espedienti temporanei, non come scelte di lungo periodo. E soprattutto, queste politiche stanno dando risultati sempre più ridotti aumentando al contempo gli effetti collaterali di intossicazione del sistema. Infatti i tassi di interesse bassi nel lungo periodo tendono a favorire la speculazione, l'assunzione di rischi eccessivi e le bolle speculative.

Ciò non significa che il *quantitative easing* sia stato un errore. Senza questa misura il PIL mondiale oggi sarebbe ancora più basso e l'economia globale sarebbe sprofondata nella deflazione. Ma gli artefici delle politiche monetarie devono prendere atto in modo più esplicito che i tassi reali naturali sono scesi in modo significativo e che ora il loro compito è adeguare la politica economica a questa realtà. Ciò potrebbe significare stabilire degli obiettivi di crescita del PIL nominale<sup>6</sup> invece che dell'inflazione, fare investimenti in un più ampio spettro di attività di rischio<sup>7</sup>, prevedere che i tassi di interesse base<sup>8</sup> scendano sotto zero e sottolineare l'importanza di evitare una nuova recessione.

Quando la sfida più importante per le banche centrali era assicurare circa il fatto che la stampa di moneta fosse sotto controllo era giusto che esse custodissero gelosamente la propria indipendenza. Ma se la sfida è accelerare la crescita piuttosto che frenarla, una maggiore cooperazione con l'autorità fiscale interna e le controparti internazionali diventa necessaria.

Il nocciolo del problema della stagnazione secolare è che il tasso di interesse reale naturale è così basso. E che questo tasso non può essere portato su attraverso interventi sulla moneta. Anzi, il denaro facile, così come può accelerare gli investimenti e trainare la domanda, è in grado di ridurre il tasso reale naturale. Ed è per questo che il compito di far fronte alla stagnazione secolare spetta alle politiche fiscali. Una politica fiscale espansiva<sup>9</sup> può ridurre il risparmio nazionale, aumentare i tassi di interesse reale naturale e stimolare la crescita.

Le politiche fiscali hanno anche altri vantaggi, in particolare quando vengono portate avanti attraverso gli investimenti pubblici. Un periodo di bassi tassi di interesse reale, basso costo delle materie prime, con un'alta disoccupazione nel settore delle costruzioni è il momento ideale per un ampio programma di investimenti pubblici. Perciò è tragico che oggi negli USA gli investimenti federali in infrastrutture al netto della svalutazione siano vicini allo zero e gli investimenti netti fatti dal Governo siano i più bassi di quasi 60 anni.

E' vero che una politica fiscale espansiva aumenterebbe il deficit - e molti temono che ciò si scarichi sulle spalle delle generazioni successive, che già dovranno fronteggiare la sfida di una società sempre più vecchia. Ma per quelle generazioni sarebbe certo preferibile avere grandi debiti a lungo termine, con interessi bassi e calcolati in una moneta che possono stampare, piuttosto che ereditare un pesante passivo dovuto alla nostra incapacità di riparare il sistema oggi.

La tradizionale preoccupazione suscitata dal deficit fiscale<sup>10</sup> si è concentrata sul suo impatto in termini di crescita dei tassi di interesse e di ostacolo agli investimenti. Nonostante si mantengano i rendimenti così bassi e il prezzo dei titoli di Stato così alti<sup>11</sup> i mercati stanno dando chiari segnali di volere più, non meno, debito pubblico. Stimolando la crescita e favorendo un aumento dell'inflazione che permetterebbe una riduzione dei costi reali del capitale<sup>12</sup>, una politica fiscale espansiva oggi aumenterebbe gli investimenti invece di ridurli. Mentre le proposte avanzate anche in buona fede di limitare le prestazioni pensionistiche, al contrario, potrebbero creare problemi ben più gravi incoraggiando un aumento del risparmio a scapito dei consumi e in questo modo acuendo la stagnazione secolare.

Nelle economie industriali avanzate il maggior limite allo sviluppo oggi pesa sul lato della domanda piuttosto che su quello dell'offerta. Ciò significa che le misure volte ad aumentare l'offerta potenziale introducendo più flessibilità sono dunque meno importanti di quelle che invece accrescono la domanda potenziale, come ad esempio riforme che intervengano sulle regole di mercato e sulla tassazione delle imprese. Altre politiche capaci di accrescere la domanda sono quelle che contemplano azioni volte ad accelerare gli investimenti in energie rinnovabili in grado di sostituire i combustibili fossili e misure per aumentare la quota di reddito nazionale indirizzata ai soggetti con un'alta propensione al consumo, ad esempio mediante il sostegno alle organizzazioni sindacali e l'aumento dei minimi salariali. Così John Maynard Keynes, scrivendo in una situazione simile, nei tardi anni '30, sottolineava giustamente la necessità di un approccio economico che allo stesso tempo favorisse la fiducia delle imprese - lo stimolo economico meno costoso - e una maggiore retribuzione del lavoro.

### **Ad Hangzhou e ritorno**

Se ciascuno dei paesi che si trova ad affrontare il problema della stagnazione secolare oggi riuscisse a sconfiggerla da sé si tratterebbe di un risultato molto positivo per l'economia mondiale. Ma convergenza e coordinamento internazionali invece giocano un ruolo cruciale e sono quindi imprescindibili.

Dopo tutto la stagnazione secolare aggrava la diffusione virale della debolezza economica. In tempi normali se il resto dell'economia mondiale soffrisse, gli Stati Uniti o qualunque altra economia colpita dalla crisi potrebbero compensare il calo di domanda e di competitività emettendo moneta. Ma in presenza di misure che hanno già toccato il loro limite inferiore, un'ulteriore immissione di liquidità è impossibile (o almeno molto più difficile) e dunque il contributo che ogni paese può dare a un rafforzamento dell'economia mondiale è sempre più grande.

La stagnazione secolare inoltre aumenta il pericolo di una competizione basata sull'emissione di moneta e persino il rischio di guerre valutarie. Il denaro a basso costo, la possibilità di avviare un'attività con un costo del capitale prossimo allo zero può verosimilmente creare domanda soprattutto facendo aumentare la competitività delle imprese. Ma si tratta di un gioco a somma zero, poiché i movimenti di valuta spostano la

domanda da un paese all'altro piuttosto che incrementare la domanda dell'intera economia globale. Al contrario una politica fiscale espansiva è in grado di aumentare la domanda a livello mondiale. Il coordinamento a livello internazionale dunque è necessario per evitare di far leva in modo eccessivo e controproducente sulla politica monetaria e cercare di ottenere reciproci vantaggi affrontando il problema dal punto di vista fiscale.

Le oscillazioni dei prezzi delle materie prime nei mesi passati hanno mostrato che ciò che avviene nei mercati emergenti, la Cina in particolare, può avere un significativo impatto sul mondo. Oggi appare probabile che nei prossimi anni il capitale tenderà a fuggire da questi mercati piuttosto che affluirvi come succedeva negli anni passati. Questa fuoriuscita di capitali e la conseguente crescita delle esportazioni nette ridurrà ulteriormente la domanda e il tasso di interesse reale naturale nelle economie avanzate, accentuando così la stagnazione secolare<sup>13</sup>. Per questo le politiche che contribuiscono ad accrescere la fiducia nei mercati emergenti rafforzeranno anche l'economia globale.

Questi temi sono stati riconosciuti nella loro importanza al riuscito summit del G-20 svoltosi a Londra nell'aprile 2009 (sebbene i mali diagnosticati siano stati erroneamente considerate come fenomeni ciclici e temporanei piuttosto che come secolari e durevoli). L'impegno comune preso in quell'occasione - politiche fiscali espansive, regole più stringenti per la finanza, resistenza al protezionismo e una maggiore capacità delle istituzioni finanziarie internazionali di reagire ai problemi dei mercati emergenti - sono effettivamente serviti a tamponare il collasso dell'economia mondiale. Sfortunatamente però i successivi incontri del G-20 sono tornati alla loro tradizionale sonnolenza e alla fuorviante preoccupazione per il rigore fiscale, la normalizzazione monetaria, il *moral hazard*<sup>14</sup>, finendo per perdere preziose occasioni per accelerare la ripresa.

Quest'anno i cinesi ospiteranno il G-20 a settembre. Se la Cina sceglierà di riconoscere quanto sia importante la crescita globale per la sua economia ciò renderà un grande servizio a tutti, rinvigorendo la cooperazione economica internazionale. La priorità ad Hangzhou - come a Londra nel 2009 - dovrebbe essere aumentare la domanda globale e garantire che ciò avvenga in particolare modo in quei paesi dove la ripresa è più lenta.

Da questo punto di vista le prossime decisioni cinesi circa i propri affari economici saranno cruciali. A oggi la comunità internazionale si è unita ai portavoce della finanza cinese nell'esercitare pressione sulla *leadership* politica di Pechino per convincerla a liberalizzare il settore finanziario. Ciò è sicuramente giusto in un'ottica di lungo termine. Ma potrebbe essere altrettanto nell'interesse della Cina e del mondo che tale processo di liberalizzazione proceda in modo più graduale di quanto ci si immagina oggi, in modo che i flussi di capitali dalla Cina non minaccino la sua stabilità finanziaria indebolendo al contempo l'intera economia globale.

Dal momento che l'euro ha subito un forte declino, i fenomeni di ripresa che nel frattempo l'Europa ha vissuto sono venuti perlopiù da aumenti di competitività ottenuti da qualche paese a scapito della crescita di altri. La Germania oggi guida il mondo con un surplus commerciale<sup>15</sup> pari a uno sbalorditivo 8% del suo PIL. La comunità globale dovrebbe incoraggiare l'Europa a espandere la propria economia stimolando la domanda interna.

Un'ulteriore priorità per il *summit* di Hangzhou dovrebbe essere promuovere investimenti in infrastrutture globali. A questo proposito la Banca Asiatica degli Investimenti diretta dalla Cina rappresenta un significativo passo avanti e dovrebbe essere sostenuta con forza dalla comunità mondiale, anche facendo pressione per spingerla al rispetto di alcune regole e *standard* internazionali relativi ad aspetti come la salvaguardia ambientale e la



lotta contro la corruzione nel settore degli appalti. Ulteriori sforzi per sostenere investimenti infrastrutturali, come l'iniziativa intrapresa dall'amministrazione Obama, *Power Africa*, devono essere portati avanti.

La stagnazione secolare, la debole crescita dell'economia e l'instabilità finanziaria associate a essa hanno delle conseguenze sia politiche che economiche. Se gli *standard* di vita delle classi medie crescessero al ritmo a cui siamo abituati, la politica nei paesi a economia avanzata sarebbe molto meno agitata e inefficiente. Per questo cercare di mitigare la stagnazione secolare ha una profonda importanza.

Scrivendo nel 1930, in circostanze di gran lunga più travagliate di oggi, Keynes cercava di fare appello a un certo ottimismo. Utilizzando un vocabolo inglese indicante un tipo di alternatore per auto, osservava che l'economia soffriva di ciò che lui definiva un 'guasto al magnete'. Una macchina con l'alternatore rotto non riuscirà a muoversi, ma basterà una semplice riparazione per rimetterla in moto. In modo assai simile la stagnazione secolare non è il sintomo di una malattia grave e connaturata al capitalismo. Far ripartire la domanda in realtà non è così difficile, ed è molto più semplice che far ripartire la produzione. La questione cruciale per gli autori delle politiche economiche è diagnosticare correttamente il problema e provvedere alla manutenzione necessaria.

1. Summers fa riferimento alla teoria dei tassi di interesse dell'austriaco Wicksell, che per essere compresa richiede la conoscenza di alcuni concetti basilari. Vediamo di introdurli in termini semplici. Il tasso di interesse è il costo del denaro ovvero la remunerazione che le banche chiedono a imprese e famiglie per concedere loro un prestito. Il tasso nominale è quello fissato ufficialmente dalle banche centrali, quello reale è il tasso che si ottiene sottraendo al tasso nominale il valore dell'inflazione. Ad esempio se il tasso di interesse ufficiale fissato dalla FED per l'acquisto di dollari è lo 0,25% e l'inflazione è all'1,7% il tasso reale sarà pari a  $0,25\% - 1,7\% = -1,45\%$ . Il tasso di interesse (reale) naturale o neutrale è quello che determina il pieno utilizzo delle risorse (forza-lavoro e capacità produttiva) e la stabilità dei prezzi mediante l'equilibrio tra domanda di denaro (investimenti) e offerta (risparmio). Le banche centrali dunque, per promuovere una crescita stabile in grado di evitare disoccupazione e sovracapacità produttiva dovrebbero cercare di adeguare il più possibile il tasso di interesse nominale a quello naturale. Poiché però il tasso di interesse naturale tende ad abbassarsi fino a diventare negativo, le banche centrali non sono in grado di eseguire questo aggiustamento perché il tasso nominale non può mai scendere sotto zero, in quanto ciò significherebbe che le banche pagherebbero loro un interesse al cliente a cui concedono un prestito. In queste condizioni il tasso di interesse non può scendere abbastanza da scoraggiare il risparmio e incoraggiare gli investimenti. Col risultato che i soldi, invece di essere spesi, rimangono depositati sui conti correnti e la domanda di beni e servizi ristagna.

2. La politica monetaria è espansiva quando tende ad aumentare la quantità di denaro in circolazione (stimolando la domanda e la crescita dell'occupazione), è restrittiva quando invece tende a ridurla. Abbassare i tassi di interesse stimola famiglie e imprese a prendere denaro in prestito e a spenderlo e dunque è una misura espansiva. Al contrario alzarli rende più onerosi gli investimenti e dunque incentiva il risparmio e la minore circolazione di denaro sui mercati. Si tratta quindi di una misura restrittiva.

3. Il PIL potenziale è il PIL massimo che un'economia può raggiungere e mantenere nel tempo.

4. Infatti una diminuzione dell'offerta di beni a parità di domanda determinerebbe inevitabilmente un aumento dei prezzi.

5. Con la formula trappola della liquidità si intende una situazione in cui le banche centrali aumentano la circolazione di moneta per convincere le famiglie a spendere e le imprese a investire, ma queste, prevedendo un andamento negativo dell'economia, preferiscono risparmiare e rinunciano a investire.

6. Il PIL nominale è il valore della produzione a prezzi correnti. Il PIL reale è lo stesso valore depurato dall'inflazione. E' evidente infatti che, essendo il PIL misurato in denaro, un aumento dei prezzi a parità di produzione fa crescere il PIL nominale, ma in realtà la quantità di prodotto rimane la stessa.

7. Attività di rischio sono investimenti in beni soggetti a forti oscillazioni dei prezzi, come materie prime, obbligazioni ad alto rendimento, azioni, valute, immobili.

8. I tassi di interesse applicati dalle banche sono calcolati come somma del tasso di interesse base più il cosiddetto *spread*.

9. La politica fiscale è espansiva quando mira ad aumentare la domanda aumentando la spesa pubblica oppure riducendo le tasse.

10. Si ha quando il saldo tra gettito fiscale e spesa dello Stato è negativo.

11. In modo solo apparentemente paradossale quando i tassi di interesse sui titoli di Stato (e più in generale sulle obbligazioni) si alzano, il loro prezzo scende e viceversa. Se infatti il giorno  $x$  gli interessi sui titoli di Stato passano dall'1% al 2% è chiaro che chi possiede *bond* emessi fino a quel momento per poterli vendere deve abbassare il prezzo, dal momento che nel frattempo sono diventati meno remunerativi. E viceversa se i rendimenti salgono il prezzo dei *bond* diminuisce.

12. Aumentando l'inflazione i tassi di interesse scendono e rendono meno oneroso prendere denaro a prestito da investire in capitale.

13. La fuga di capitali dai paesi emergenti alle economie avanzate determina un eccesso di denaro circolante in queste ultime e quindi contribuisce a far scendere i tassi di interesse, che - come si è visto - rappresentano il costo del denaro, una merce soggetta, come tutte, alla legge della domanda e dell'offerta: se l'offerta di denaro cresce più della domanda il suo prezzo diminuisce. Viceversa la stessa fuga di capitali dalle economie emergenti tende a deprezzare la loro valuta. Chi investe in un paese emergente infatti compra valuta locale. Se sposta i propri capitali in un paese a economia avanzata invece di comprare valuta locale acquisterà valuta del paese avanzato. Ciò tenderà a diminuire il tasso di cambio tra la valuta del paese in via di sviluppo e quella del paese avanzato, favorendo le esportazioni dal primo al secondo. A sua volta l'aumento delle esportazioni dal paese emergente a quello avanzato finirà per mettere in difficoltà le aziende del paese avanzato che producevano beni per il consumo interno e che ora invece verranno importati dal paese emergente, provocando una diminuzione degli investimenti e dei consumi e quindi un calo della domanda.

14. Azzardo morale: quando un operatore economico decide di rischiare di più perché sa che i costi di un eventuale insuccesso si scaricheranno sulla collettività o comunque su un soggetto terzo.

15. La differenza tra esportazioni e importazioni.