

EUROPA O NO

Luigi Zingales Blog

Solo Berlino potrebbe stimolare la crescita europea. Ma non lo fa.

27/08/2016 / L. ZINGALES

Articolo pubblicato su L'Espresso (<http://espresso.repubblica.it/>)

Per imprestare i soldi alla Germania, oggi i risparmiatori devono pagare ed incolpano di questo Mario Draghi. Ma il problema è globale: dalla Svizzera al Giappone, dalla Danimarca alla Svezia sono molti i Paesi fuori dall'area euro con tassi di interesse nominali negativi.

Il tasso di interesse altro non è che il prezzo che eguaglia la domanda e l'offerta di risparmio. La domanda di risparmio viene dalle imprese: tanto più basso è il tasso di interesse tanto più prenderanno a prestito. L'offerta viene dalle famiglie: tanto più elevato il tasso di interesse, tanto più le famiglie saranno disponibili a posporre il consumo oggi per un maggiore consumo domani.

Il motivo per cui domanda ed offerta si incontrano ad un tasso negativo va trovato in problemi demografici e politici. Nei Paesi sviluppati la generazione del baby boom sta per andare in pensione. Preoccupata di avere di che vivere nella vecchiaia, oggi sta risparmiando molto. Paradossalmente, più i tassi di interesse si abbassano e più i figli del baby boom sentono che devono risparmiare, perché – se i tassi si mantengono bassi – hanno bisogno di più risparmi per mantenersi nella vecchiaia. Da qui un eccesso di risparmio.

In aggiunta **le grandi opportunità di investimento oggi sono nei Paesi emergenti:** Cina, India, Africa. Ma quali garanzie ha un investitore occidentale che i suoi risparmi un domani non vengano espropriati da quei Paesi? Quindi il flusso di risparmio

in quella direzione è insufficiente. Per di più esiste un perverso flusso inverso. I ricchi di quei Paesi vogliono assicurarsi contro il rischio di futuri espropri, per questo spostano i loro capitali nei paesi sviluppati, anche se i tassi sono negativi. Meglio perdere l'1 per cento l'anno che rischiare di perdere il 100 per cento al prossimo cambio di regime. Il risultato è un eccesso di risparmio a livello mondiale, che provoca una caduta del tasso di interesse di equilibrio.

L'eccesso di risparmio è tale che il mercato vorrebbe un tasso ancora più negativo dell'attuale, ma è difficile da raggiungere. Il tasso di interesse di cui parliamo è quello reale (tasso nominale meno inflazione). Anche con tassi di interesse nominali positivi, è possibile rendere il tasso di interesse reale negativo: basta aumentare l'inflazione. Oggi però faticiamo a raggiungere un'inflazione dell'1 per cento. Quindi anche con i tassi nominali a zero, il tasso reale non può scendere al di sotto del meno 1 per cento. E se questo non bastasse ad eguagliare domanda ed offerta?

Fintantoché la moneta non è tutta elettronica, c'è un limite a quanto negativi possono essere i tassi di interesse nominali. Se fossero meno 10 per cento, sarebbe preferibile detenere i propri risparmi in contante nella cassetta di sicurezza. Se oggi osserviamo dei tassi nominali leggermente negativi è perché i costi di transazione di detenere grandi quantità di contante rendono questa opzione non conveniente. Ma difficilmente i tassi di interesse possono scendere sotto il meno 1 per cento, senza che i risparmiatori comincino a investire in contante.

Quindi se la domanda e l'offerta di risparmio si incontrano ad un tasso reale inferiore al meno 2 per cento, cosa succede? Qui è dove i macroeconomisti si dividono. La tesi prevalente è che l'aggiustamento avrà luogo attraverso una recessione. Se il reddito delle famiglie scende, scende anche il risparmio. La recessione continuerà fino a quando offerta e domanda potranno incontrarsi ad un tasso superiore al meno 2 per cento.

Oggi nessun governo vuole prendersi la responsabilità politica di alzare l'inflazione.

La soluzione più semplice sarebbe aumentare l'inflazione o – meglio – le aspettative di inflazione, visto che sono queste aspettative che determinano il tasso di interesse reale atteso al momento dell'investimento. Per gli ultimi 40 anni i banchieri centrali hanno cercato di guadagnarsi credibilità, promettendo un'inflazione stabile intorno al 2 per cento. Quindi non possono svegliarsi una mattina e decidere che la vogliono al 5 per cento. **Ci vorrebbe una decisione politica.** Ma un aumento dell'inflazione attesa è una tassa sul risparmio che ricadrebbe principalmente sugli anziani, che sono la maggioranza e vanno a votare in modo massiccio. Quindi nessun governo vuole prendersi la responsabilità politica di alzare l'inflazione.

Finora ho ignorato la politica fiscale. Un governo può entrare nel mercato del risparmio prendendo a prestito dei fondi ed investendoli – ad esempio – in infrastrutture. In questo modo aumenta la domanda di risparmio. Fintantoché uno stato ha un debito sostenibile, una politica fiscale di questo tipo aiuta a risolvere il problema. Il mercato del risparmio – però – oggi è globale, quindi difficilmente un Paese – soprattutto un Paese piccolo – può risolvere il problema da solo. Certamente non lo può fare l'Italia, che non ha un debito sostenibile e che non controlla neppure la propria moneta.

Potrebbe farlo la Germania. **Con tassi di interesse negativi sul debito, la Germania sta sprecando enormi opportunità di investimento pubblico, sull'altare di principi ideologici. E con questo danneggia non solo se stessa, ma tutta l'area euro.**

Per conto suo il **Giappone**, che controlla la sua moneta, ha provato a perseguire una politica fiscale molto aggressiva, accumulando deficit su deficit, raddoppiando il rapporto tra debito e Pil. Al momento questo debito è sostenibile grazie ad una politica monetaria estremamente espansiva e ad un risparmiatore giapponese che si ostina a detenere titoli di stato in yen, nonostante un rendimento nominale nullo e un deprezzamento dello yen. Non è chiaro fino a quando questa situazione possa durare. Nel frattempo, il Pil giapponese è cresciuto, ma molto lentamente.

Urge una locomotiva europea, soprattutto tedesca.

Chi ha gestito meglio di tutti la crisi è stata l'America. Ha avuto il coraggio di effettuare subito un grosso stimolo fiscale e di continuare poi a lungo con una politica monetaria molto espansiva. Il risultato sono stati 7 anni di crescita del Pil ad un ritmo modesto (+2.1 per cento), ma di gran lunga superiore a quello europeo e giapponese. **Ma la locomotiva americana non è più sufficientemente potente da trascinare la crescita del mondo intero**, soprattutto con un rallentamento della Cina all'orizzonte.

Urge una locomotiva europea, soprattutto tedesca. Ma le formiche tedesche sono troppo intente a dare lezioni morali alle cicale del Sud Europa, per contribuire alla crescita europea e mondiale. Nel frattempo, aspettiamoci bassi tassi, deflazione e recessione.

Europa o no

BCE ◀ CRESCITA ◀ DEBITO ◀ DRAGHI ◀ ECB
◀ EURO ◀ EURO CRISIS ◀ EUROPA ◀ EUROPA DEL
SUD ◀ EUROZONA ◀ GERMANIA ◀ GIAPPONE
INFLAZIONE ◀ ITALIA ◀ LUIGI
ZINGALES ◀ ZINGALES

[BLOG AT WORDPRESS.COM.](http://BLOG.AT.WORDPRESS.COM)