



# LO STATO DEL MONDO

## Un mondo in tempesta





*Rara avis in terris, nigroque simillima cyeno,  
(«uccello raro sulla terra, quasi come un cigno nero»).*  
*Giovenale*

*«Siamo fatti anche noi della materia di cui son fatti i sogni;  
e nello spazio e nel tempo d'un sogno è racchiusa la nostra  
breve vita».*  
*(La tempesta, William Shakespeare)*



Vittorio Da Rold

# Un mondo in tempesta

*L'economia della transizione.*

*Come sopravvivere in tempi di caos*

Asterios Editore

Trieste, 2016

Prima edizione nella collana: Lo stato del mondo, Gennaio 2016

©Vittorio Da Rold 2015

©Asterios Editore Abiblio 2015

posta: asterios.editore@asterios.it

www.asterios.it

I diritti di memorizzazione elettronica,  
di riproduzione e di adattamento totale o parziale  
con qualsiasi mezzo sono riservati.

Stampato in UE

ISBN: 978-88-9313-006-6

## Indice

Introduzione, 11

### PARTE I

#### **Una nuova crisi dai paesi emergenti**

1. Le previsioni del Fmi 2015, 17
2. Diseguaglianze ed elusione fiscale delle big companies, 31
3. Le crisi gemelle: Volkswagen e Deutsche Bank, 35
4. I rischi geopolitici e la fine della Pax americana, 40

### PARTE II

#### **Le radici della crisi del 2007**

1. Le frodi innocenti di John Kenneth Galbraith, 43
2. Come venne smontato il New Deal di Roosevelt, 44
3. Hannah Arendt e la crisi economica, 46
4. La crisi delle banche europee è costata ai bilanci statali più del Pil greco, 51
5. I misteri del fallimento di Lehman Brother, 53

### PARTE III

#### **La ricetta americana e quella europea**

1. Le due strade, quella americana e quella europea, 57
2. L'austerità ha colpito anche il settore pubblico degli Stati Uniti, 59
3. L'Italia nel mondo e la perdita di importanza relativa, 61

### PARTE IV

#### **Curati i sintomi non la malattia**

1. Che fare, 63
2. I temi, gli impegni, le sfide, 69

Bibliografia



## Introduzione

Siamo di fronte a un bivio e non lo sappiamo. Due opzioni si manifestano davanti a noi nei prossimi tempi: uscita dalla peggiore crisi dopo la Grande depressione del '29 o un colpo di coda della Grande recessione del 2007, causata questa volta dagli squilibri dei mercati emergenti?<sup>1</sup> Forse riusciremo ad evitare un nuovo shock, ma questo libro tenta di illustrare ciò che nessuno vi ha detto finora con chiarezza: siamo finiti in un campo minato, il *new normal* economico, un cocktail micidiale fatto di crescita debole, disoccupazione elevata, deflazione persistente e bolle di maxi debiti in dollari (l'ultima in lista d'attesa quella delle società private dei paesi emergenti) sempre in agguato. Bolle causate dalle politiche monetarie espansive che non sempre si traducono in finanziamenti all'economia reale: il frutto avvelenato di politiche neoliberaliste che idolatrano l'austerità, i conti pubblici in pareggio, aumentano le diseguaglianze sociali minando la coesione sociale e la ripresa dei consumi, unico volano, insieme agli investimenti, di crescita solida e duratura.

Andy Haldane, ascoltato ed apprezzato capo economista della Bank of England, e non un pericoloso antagonista del sistema, ha messo in guardia ai primi di ottobre 2015 su come le turbolenze in Cina siano segni che "we may now be entering the early stages of part three of the [global crisis] trilogy, the 'emerging market' crisis of 2015 onwards", potremmo entrare ora nell'introduzione della terza parte della trilogia sulla crisi globale, la crisi dei mercati emergenti del 2015 in avanti"<sup>2</sup>. Haldane ha par-

---

1. Chris Giles, *World economy poised between fear and hope*, *The Financial Times*, 8 ottobre 2015; The never-ending story, First America, then Europe. Now the debt crisis has reached emerging markets, *The Economist*, 14 novembre 2015.

2. Chris Giles, *World economy poised between fear and hope*, *The Financial*

## UN MONDO IN TEMPESTA

lato di segni da interpretare come fosse un aursipice etrusco che anticipa il futuro leggendo nelle viscere degli animali sacrificati, ma le sue parole hanno fatto correre più di un brivido agli operatori della City a Londra, molti dei quali, hanno ammesso che avrebbero fatto a meno, molto volentieri, di averle sentite. Come ricorda nell'Iliade il mito di Cassandra che predice la fine della città di Troia, ma è destinata a rimanere inascoltata. Ma non è il solo a lanciare l'allarme. "Quindi abbiamo un mondo in cui i livelli di debito sono troppo alti, la crescita della produttività troppo debole e i rischi finanziari troppo pericolosi", hanno avvisato a settembre 2015 gli economisti della Bis, la banca dei regolamenti internazionali con sede a Basilea, quanto di più istituzionale si possa pensare nel mondo bancario<sup>3</sup>.

Dopo la prima parte della crisi americana dei mutui subprime e il secondo episodio sulla saga dello shock dei debiti sovrani europei esplosa in Grecia ora toccherebbe all'Asia e al Sudamerica il ruolo di attori principali sul palcoscenico dove si recita a soggetto da un decennio la "Tempesta perfetta" dell'economia mondiale. Una crisi che cambierà il mondo così come lo conoscevamo prima. Il debito privato della Cina ha già raggiunto il 160% del Pil, secondo la Banca dei regolamenti internazionali (Bri), come avvenne nel 2007 negli Usa, e quasi il 200% in Gran Bretagna. Numeri impressionanti che cadono apparentemente nel vuoto del dibattito politico italiano interessato più a micro-vicende locali tralasciando i mega-trend che contano davvero per i destini delle gente.

Finora la crisi era vista come un "accidente" del ciclo economico o finanziario; oggi, come il riscaldamento globale del clima ha creato effetti meteorologici di maggiore intensità ed imprevedibilità, così le ricorrenti crisi finanziarie sono diventate "parte" del normale ciclo economico perché causate dalla maggiore connessione dei mercati, dalla libera circolazione di enormi masse di capitali, dalla maggiore facilità con cui gli squilibri finanziari si formano e precipitano in un luogo impensato dell'economia reale, con effetti devastanti per tutti. E questo luogo può essere la zona dove noi casualmente viviamo, lavoriamo o andiamo in vacanza. È l'economia della transizione, dell'instabi-

---

*Times*, 8 ottobre 2015.

3. *BIS Quarterly Review*, September 2015 – media briefing.

## INTRODUZIONE

lità, del caos, un settore non ancora sufficientemente studiato a fondo dagli economisti ma che sta cambiando il nostro modo di vedere il mondo intorno a noi nell'indifferenza dei politici. O come ha detto Papa Francesco: "Stiamo vivendo non tanto un'epoca di cambiamenti, ma un cambio di epoca. E quindi si tratta di un cambio di cultura; proprio in questa fase emergono cose del genere. Il cambiamento d'epoca alimenta la decadenza morale, non solo in politica, ma nella vita finanziaria o sociale"<sup>4</sup>.

Come sarà il nuovo contesto generale, il *new normal*? "Ci saranno due forze al lavoro – meno leva finanziaria e più regolamentazioni – derivanti direttamente dalla crisi finanziaria; ma ci sono altre forze che erano già sotto traccia e che sono state rafforzate dai recenti eventi. Ad esempio, è chiaro fin da prima della crisi che i consumatori degli Stati Uniti non potevano continuare ad essere il motore della crescita globale"<sup>5</sup>. I consumi dipendono dall'aumento delle entrate personali e i redditi dei consumatori americani sono aumentati dal 1985 fino al 2007 grazie a fattori una tantum come la generazione dei *baby boomers* e l'ingresso nel mercato del lavoro delle donne e di una massa enorme di laureati. Eventi che non si ripeteranno.

La Grande recessione, ancora in corso, ha come offuscato il ricordo di due periodi d'oro e di progresso sociale: gli anni 30 del presidente americano Franklin Delano Roosevelt che lanciò piani di investimenti pubblici e regolamentò il settore finanziario speculativo, reagendo così alla Grande depressione e i "trenta gloriosi", il periodo di crescita in Europa a tassi del 5% annuo, anche detto del "miracolo economico" che dal 1945 arriva fino al 1973, anno della crisi petrolifera e della misteriosa frenata, come ha ricordato l'ex vice presidente della Federal Reserve, Alan Blinder, della crescita della produttività oraria. Produttività che dalla fine della Guerra mondiale fino al 1973, l'età dell'oro, è cresciuta del 2,8% annuo. "In 143 anni l'aumento della produttività è stato del 2,3%, questo ha consentito di moltiplicare per 25 volte il nostro tenore medio di vita. Poi dal 1973 al 1995 la produttività è scesa all'1,4%, poi si è ripresa, ma dal 2010 ad oggi è tornata a crollare a un modesto 0,7%"<sup>6</sup>.

4. Franca Giansoldati, *Nella Chiesa non decido da solo*, Il Messaggero, 29 giugno 2014.

5. Ian Davis, *The New normal*, McKinsey Quarterly, marzo 2009.

## UN MONDO IN TEMPESTA

Insomma dal fatidico 1973, da quel momento il mondo è cambiato: John Maynard Keynes è stato messo in soffitta, il liberismo di Friedrich von Hayek ha vinto facendo dell'austerità di bilancio il nuovo paradigma economico. Per supplire al calo di investimenti pubblici e in mancanza di quelli privati si è facilitato l'indebitamento individuale o addirittura degli studenti universitari in particolare negli Stati Uniti. Tutti modi per spingere il problema più avanti, senza risolverlo.

Che fare, dunque? Se non torniamo a rimettere insieme i mille pezzi delle severe regolamentazioni della finanza del New Deal del presidente americano Roosevelt degli anni 30, troppo precipitosamente messe in soffitta dalla nefasta deregolamentazione finanziaria degli anni 80 inaugurata dal premier britannico Margareth Thatcher e seguita a ruota dal presidente americano, Ronald Reagan, rischiamo grosso. Naturalmente non basta solo ricostruire vecchie difese teorizzate nel 1929; bisognerà anche innovare: il sistema del credito dovrà affrontare il tema del "too big to fail", della banca etica, delle cooperative di credito e di banche regionali. Rivedere il ruolo dello Stato nella politica industriale come suggerisce Mariana Mazzucato con il suo libro sul ruolo propulsivo dello Stato innovatore<sup>7</sup>. Si potrebbe estendere la formazione di banche pubbliche, come la tedesca KfW, con lo scopo di rilanciare il credito alle Piccole medie imprese attraverso prestiti che restano fuori dal perimetro del debito pubblico regolato dai criteri del Trattato di Maastricht. Ridurre il ruolo dei derivati, dello *shadow banking*, dei contratti *over the counter*, *OTC*, cioè quelli che non hanno le caratteristiche dei mercati regolamentati. Un nuovo mondo aspetta di essere costruito all'orizzonte da nuovi soggetti politici; la finanza è cosa troppo seria per lasciarla nelle mani degli economisti: occorre che, uomini eletti e non nominati, tornino ad occuparsene in prima persona. Un vibrante cantiere di idee tutte da costruire da reti civiche. O come ricordava Charles De Gaulle: "La politica è una faccenda troppo seria per essere lasciata ai politici".

A tutti questi fattori di instabilità dobbiamo aggiungere la minaccia terroristica portata in Europa dall'Isis che si è manife-

6. Alan Blinder, *The Unsettling Mystery of Productivity*, *The Wall Street Journal*, 24 novembre 2014.

7. Mariana Mazzucato, *Lo stato innovatore*, Laterza, 2015.

## INTRODUZIONE

stata con l'attentato multiplo di Parigi del 13 novembre 2015. Secondo un rapporto pubblicato pochi giorni dopo gli attentati da S&P's, l'agenzia di rating internazionale «un aumento dell'offensiva terroristica, che sia di matrice islamica o altro, non basterà da sola a impattare i rating delle economie dei Paesi europei. Tuttavia potrebbe gradualmente e indirettamente ostacolare le prospettive di ripresa economica nella regione, e avere potenziali conseguenze fiscali negative per i governi».

«Mentre è improbabile che il terrorismo porterà direttamente a dei *downgrade* sovrani – ha detto Moritz Kraemer, S&P's Sovereign Global Chief Risk Officer – potrebbe gradualmente andare a pesare su alcuni dei fattori che prendiamo in considerazione quando valutiamo i *rating* dei Paesi. In particolare – secondo il responsabile di Moody's sui rischi sovrani – la nostra valutazione della crescita di un Paese e delle sue prospettive fiscali potrebbe rivelarsi suscettibile a un'escalation terroristica»<sup>8</sup>. Insomma il terrorismo influenzerà i *rating* sovrani come fosse una tempesta inattesa. Un altro effetto degli attacchi terroristici potrebbe essere quello di rafforzare i partiti populistici in Francia, come il *Front National*, un fatto che potrebbe ridurre lo spazio non solo alle nazioni europee di collaborare, ma anche per i governi di portare avanti le riforme strutturali necessarie a far ripartire la crescita. «Questo potrebbe trasformare una terribile tragedia umana in un più ampio *shock* economico»<sup>9</sup>. Mentre un elemento interessante in funzione anti-austerità in Europa è stata l'affermazione del presidente francese François Hollande che l'aumento delle spese per la difesa non sarebbero state compensate da tagli ad altre spese per mantenere gli obiettivi di bilancio perché il Patto per la sicurezza ha la precedenza sul Patto di Stabilità.

Il libro è diviso in quattro parti. La prima traccia le possibilità dell'arrivo di una nuova crisi, un colpo di coda della Grande recessione, la trilogia asiatica, dopo la crisi americana e quella europea, ma questa volta causata dai mercati emergenti e dalla persistente debolezza della costruzione europea. In sostanza dal

8. Standard & Poor's, *Terrorist Attacks Not likely to Weaken EU Sovereign Ratings*, 19 novembre 2015.

9. Simon Nixon, *Post-Paris Politics Will Decide Europe's Economic Fate*, *The Wall Street Journal*, 18 novembre 2015.

## UN MONDO IN TEMPESTA

non aver ancora risolto i problemi strutturali del *new normal*, del nuovo paradigma economico.

La seconda parte parla dei motivi della crisi del 2007, parzialmente ancora irrisolti. Si occupa dell'amaro risveglio degli Stati Uniti che provoca l'arrivo al potere del presidente democratico Barack Obama. È quel periodo storico che potremmo chiamare dei tempi bui.

La terza parte parla delle due ricette contro la crisi: quella americana e quella euro-tedesca, una di parziale successo l'altra fallimentare. Quello che potremmo chiamare del riscatto, uno dei momenti più delicati della vita americana ed europea.

La quarta parte, infine, approfondisce il tema che siamo a un bivio: uscita o nuova crisi senza aver davvero eliminato le cause della precedente recessione. La tesi del libro è che se, nonostante le politiche per far fronte alla crisi non si elimineranno le cause profonde della crisi del 2007 a livello di un coordinamento globale, un colpo di coda sarà sempre in agguato. In ogni caso ci dobbiamo preparare a un nuovo mondo dove non ci sarà un unico leader globale, ma uno scenario con più attori. Non sarà, però, un semplice ritorno al passato come si auspicano in molti nostalgici, ma un sistema con paradigmi completamente diversi. Cercando di evitare che l'economia dell'austerità con i conti pubblici in pareggio e deflazione galoppante si trasformi in un incubo sociale.

## PARTE I

# Una nuova crisi dagli emergenti?

### 1. Le previsioni dell’Fmi

C’è poco da star tranquilli, venti freddi si stagliano all’orizzonte. A nove anni dall’inizio della Grande recessione (il fallimento di Lehman Brother avvenne il 15 agosto 2008) siamo forse alla vigilia di un nuovo colpo di coda della Grande recessione del 2007. Qualcosa di simile alla battaglia delle Ardenne quando nell’inverno del 1944 le armate di Hitler furono a un passo da ricacciare gli Alleati nell’Atlantico. Timori eccessivi? Cassandre in libera uscita mentre la maggioranza di tutti noi, soprattutto i giovani, desidera solo voltar pagina e mettere in soffitta gli ultimi anni di crisi? Forse, ma le grandi crisi economiche sono arrivate quando la guardia era bassa e le difese immunitarie insufficienti a fronteggiare i nuovi virus, i cigni neri, che si profilavano all’orizzonte. Nassim Nicholas Taleb ci ha insegnato nel suo fortunato libro<sup>1</sup> sugli eventi inattesi che echeggia un verso del poeta latino Giovenale (*Rara avis in terris, nigroque simillima cycno*, «uccello raro sulla terra, quasi come un cigno nero») a convivere con un futuro ed eventi climatici e situazioni economiche sempre meno prevedibili. Un atteggiamento, potremmo definirlo, anti-positivista, se per positivismo definiamo un atteggiamento di fede in uno sviluppo scientifico accompagnato da crescita continua grazie allo sviluppo tecnologico. La verità è che la produttività non cresce più in modo esponenziale come un tempo nonostante la rivoluzione IT (“vedo computer dappertutto tranne che nelle statistiche sulla produttività” diceva Robert

---

1. Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan: the impact of the highly improbable*, 2007.

## UN MONDO IN TEMPESTA

Solow) e la popolazione invecchia e non cresce più come prima (vedi la Cina che corre ai ripari permettendo il secondo figlio), così la crescita rallenta. Questi due fattori, demografia e produttività sono elementi su cui riflettere, come suggerisce da tempo Christine Lagarde, direttore del FMI, quando parla di “new mediocre” mentre Olivier Blanchard, ex capo economista del Fondo monetario, è più *tranchant* e ha parlato solo di mediocrità<sup>2</sup> nel corso della sua relazione sulle politiche macro-economiche tenuta alla CASS business school. C'è poco da star allegri. Nei circoli esclusivi dell'intelligenza globale nessuno vede rosa, ma la narrazione prevalente e pubblica è quella di un ripresa dietro l'angolo sempre smentita dai fatti, ma sempre riproposta ostinatamente dalle élite.

Cerchiamo di analizzare la complessa e dinamica situazione con il distacco di uno scienziato: per la settima volta consecutiva dal 2012, l'FMI ad ottobre 2015 ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita dell'economia mondiale per l'anno in corso e il successivo. La febbre non è alta ma resiste e lascia un senso di debolezza e malessere persistente. Forse questo è semplicemente la nuova normalità composta da prezzi in calo causati dalla globalizzazione (un fenomeno profondamente voluto ed esportato dai circoli economici occidentali negli anni scorsi) che tiene però strutturalmente sotto pressione al ribasso da anni la dinamica dei prezzi nell'emisfero Settentrionale. Molto bene, direste tutti in coro. Che problema c'è nel vedere prezzi sempre più bassi nei supermercati o nei prezzi delle case in vendita? Non è così semplice perché è un fenomeno che allontana nel tempo il momento dell'acquisto di un bene o un servizio in attesa di prezzi sempre più bassi e questo alla fine gripa il motore dell'economia perché nessuno compera e nessuno investe. Insomma un po' di inflazione è come il sale su una pietanza; senza, si sente la mancanza, troppo rende immangiabile il cibo.

Questo fenomeno della deflazione, come spiegava il Nobel Paul Krugman nel 1998, può creare problemi molto gravi all'economia di un paese come è avvenuto al Giappone, ai tempi la seconda economia del pianeta, nella decade perduta con la trappola di liquidità.<sup>3</sup> Ci sono volute politiche monetarie e fiscali

2. Olivier Blanchard, *Rethinking Macroeconomic Policy*”, Mais Lecture at the CASS business school 8 ottobre 2015.

## PARTE I. UNA NUOVA CRISI DAI PAESI EMERGENTI

flessibili ed espansive per anni ma senza ottenere un risultato definitivo come insegna la parabola, non sempre fortunata, del premier giapponese Abe che sembra averle provate tutte, anche quelle non convenzionali, ma senza trovare una soluzione definitiva.

Il capo-economista del FMI, Maurice Obstfeld, che ha sostituito il francese Olivier Blanchard, ha spiegato le previsioni alla platea di ministri delle finanze e governatori di banche centrali che si sono radunati a Lima ai primi di ottobre 2015. Nonostante di modesta entità, la revisione al ribasso delle stime di crescita segnala, da un lato, del più basso tasso di crescita potenziale dell'economia mondiale e, dall'altro, del crescente rallentamento delle economie emergenti. Come ha ben descritto l'economista Domenico Lombardi dall'inizio della crisi finanziaria nel 2007, "le economie emergenti sistemiche dei BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica) hanno generato, da sole, circa il 56% della crescita mondiale mentre il resto delle economie emergenti ha contribuito per un altro terzo. In contrasto, il complesso delle economie avanzate ha pesato solo per il 10 per cento, con gli Stati Uniti responsabili per oltre la metà".<sup>4</sup> Insomma c'è un mondo giovane ed emergente che cresce e uno vecchio che flirta con la stagnazione, deflazione, bassi consumi ed invecchiamento della popolazione. Bene, largo ai giovani paesi e al loro dinamismo, dunque? Sì, ma vi sono elementi di ritorno in senso inverso, il *re-shoring*, cioè investimenti occidentali che riportano a casa produzioni prima delocalizzate nei paesi emergenti, poiché i salari sono scesi in patria e saliti all'estero al punto da preferire la vicinanza della fabbrica al mercato di destinazione.

«Il fenomeno si chiama *re-shoring* o *on-shoring*, il contrario di *off-shoring*: il rimpatrio cioè di attività manifatturiera e di servizi negli Stati Uniti, che dopo venti anni di emigrazione in Asia torna a casa. Una tendenza che inizia ad assumere dimensioni consistenti promettendo di aumentare nei prossimi anni», ha spiegato Robert F. Wescott, a margine della Global Megatrends Conference di Credit Suisse svoltasi il 24 marzo 214

3. Paul Krugman, Japan Trap, Mit edu 1998 e Why is deflation Bad, The New York Times, 2 agosto 2010.

4. Domenico Lombardi, *La frenata degli emergenti condiziona la ripresa globale*, Il sole 24 ore, 4 ottobre 2015.

## UN MONDO IN TEMPESTA

a Milano. Wescott è un osservatore privilegiato di “Corporate America” poiché è stato dal ‘99 al 2001 consigliere economico di Bill Clinton, degli ex segretari al Tesoro, Robert Rubin e Larry Summers e forse in futuro di Hillary”.<sup>5</sup> Un fattore che rimescola le carte e rende le previsioni più complesse.

Altri economisti sono più preoccupati circa le tensioni cinesi che vedono Pechino passare da un’economia basata sull’export ad una concentrata sui consumi interni, un processo il cui esito non è affatto scontato. “La Cina è in una brusca frenata. In Brasile è ormai aperta quella che chiamano la «Caipirinha Crisis». L’America cresce, ma meno di quanto si sperasse un anno fa, e persino Germania e Spagna danno segnali di affanno. Questo non è un replay del 2009, perché l’espansione continua ma non a un ritmo sufficiente”.<sup>6</sup> È come se il motore della ripresa globale abbia un cilindro che funziona bene (l’America), uno che va poco e a ritmi alterni (l’Europa) e uno che sta andando fuori giri (gli emergenti).

Più cauto l’economista, Alessandro Penati, secondo cui la Cina, usando il sistema dell’economia pianificata come una “scorciatoia” della storia del progresso, è stata protagonista di un periodo di crescita con cui in pochi anni ha colmato un divario di due secoli di rivoluzione industriale: reti ferroviarie, infrastrutture, telecomunicazioni, migrazioni dalla campagna alla città, esuberanti programmi di voli nello spazio (nell’ultimo film di Ridley Scott, “The Martian”, Matt Damon, che interpreta l’astronauta americano disperso su Marte viene salvato anche grazie alla collaborazione spaziale dei cinesi).

Pechino può produrre una ampia gamma di prodotti per il consumatore medio cinese, compresa qualsiasi cianfrusaglia desiderabile a buon mercato. Lo ha ottenuto grazie “alla compressione dei consumi interni, per avere il risparmio necessario a finanziare gli investimenti, non volendo utilizzare i capitali stranieri (la lezione della crisi del ’98). La Cina ha mantenuto un avanzo delle partite correnti con l’estero, cioè un surplus di risparmio. Avendo ora accumulato capitale e capacità produttiva sufficienti, può e deve spostare le risorse interne ai consumi:

5. Vittorio Da Rold, *La manifattura americana torna a casa con lo shale gas, Il Sole 24 ore*, 25 marzo 2014.

6. Federico Fubini, *Il dilemma dei prezzi, Corriere della Sera*, 2 ottobre 2015.

## PARTE I. UNA NUOVA CRISI DAI PAESI EMERGENTI

il PIL rallenterà, ma non è un problema per la Cina; anzi, i suoi cittadini beneficeranno di un tenore di vita crescente. Il Paese ha un sistema bancario debole, un mercato dei capitali rudimentale, corruzione e una bolla immobiliare: problemi seri che non pregiudicheranno la dinamica dei consumi interni”.<sup>7</sup> Penati sottolinea il fatto che la Cina a differenza degli altri emergenti non ha un deficit delle partite correnti, un tallone d’Achille della Turchia ad esempio, e non ritiene molto importante che secondo un report dell’ottobre 2015 dell’FMI il 25% dei debiti delle grandi aziende cinesi sono a rischio. Un elemento di fragilità che invece inquieta altri analisti.

Dunque, perché preoccuparci se si tratta solo di un calo della crescita potenziale? Perché purtroppo la situazione è più complessa e l’elenco dei problemi non è finito. È sempre l’economista Domenico Lombardi a lanciare il secondo elemento di allarme per chi scruta l’orizzonte in cerca di nuvole di cui preoccuparsi. “L’elemento di reale preoccupazione riguarda il nesso con la finanza delle imprese, le cui passività sono cresciute a un ritmo esponenziale nelle economie emergenti, passando da 4 a 18mila miliardi di dollari nella decade sino al 2014, equivalente a un incremento, in media, di oltre un quarto del rispettivo PIL, nelle stime del FMI”. In un momento di liquidità facile non sembra un peccato mortale aver approfittato di tassi più bassi in dollari. Chi non lo avrebbe fatto? Di queste passività però almeno 3mila miliardi di dollari sono debiti in eccesso, cioè difficilmente restituibili in un contesto di tassi più elevati, secondo una analisi dell’ottobre 2015 del FMI. Inoltre, a differenza di quanto avvenne nelle precedenti crisi in Sudamerica negli anni 80 e nel sud-est asiatico nel 1987 questa volta ad essere a debito, sono i privati non gli stati. Ma non c’è da stare troppo tranquilli perché, come insegna la storia delle difficoltà passate, una crisi privata, quando cominciano a fallire grandi conglomerati, si trasforma presto in crisi del debito pubblico.

Le imprese dei paesi emergenti si sono indebitate in valuta cogliendo l’occasione dell’apprezzamento delle rispettive valute rispetto alla regina della monete, il dollaro e la loro attività si è concentrata nei settori che subiscono di più i contraccolpi del

7. Alessandro Penati, *Le colpe dell’Europa e le mosse degli Usa di fronte all’eccesso di risparmio globale*, *La Repubblica*, 4 ottobre 2015.

## UN MONDO IN TEMPESTA

ciclo economico, quelli come quelli delle costruzioni e delle materie energetiche. Il timore è che possa scatenarsi una crisi di liquidità nei mercati emergenti, a causa di una frenata del PIL, un calo dei prezzi delle materie prime; una stretta monetaria negli Stati Uniti così da amplificare i rischi di tasso di interesse e di cambio per gli operatori di tali economie. Finora però parliamo solo di ipotesi, di semplici previsioni, ma i mercati, gli investitori, scommettono sempre sul futuro cercando di anticiparlo così da trarne vantaggio. Così l'ipotesi di un appesantimento dei costi finanziari legati al servizio del debito e l'incertezza sulle condizioni di liquidità delle imprese in alcuni mercati emergenti stanno già determinando un aumento del premio per il rischio con conseguenti difficoltà nella loro capacità di rifinanziamento sul mercato dei capitali. Il FMI stima che nel corso del 2015 mille miliardi di dollari avranno cercato lidi più sicuri abbandonando gli emergenti. È probabile che se si scatenasse una turbolenza nei mercati, la crescente interconnessione delle economie emergenti genererebbe fenomeni di contagio come quando si diffonde in autunno l'influenza con uno starnuto di un passeggero mentre viaggia su un vagone della metropolitana e spingerebbe i risparmiatori a cercare lidi sicuri verso l'economia a stelle e strisce. Non a caso un segnale di questi timori di movimenti di capitali è venuto dal tasso zero sui buoni americani a tre mesi. Così come avvenne per i bund tedeschi nell'apice della crisi greca nel 2015. Segno che ci sono investitori che acquistano Treasury Bond americani anche senza guadagnarci solo per metterli al riparo da qualsiasi shock, come fossero paradisi sicuri o cassette di sicurezza dove parcheggiare i soldi in attesa di momenti migliori.

Nelle aspettative dell'Institute of International Finance, il potente gruppo che raccoglie le maggiori banche del mondo, il saldo dei movimenti di capitale verso le economie emergenti registrerà un deflusso netto nell'anno in corso per la prima volta dal 1988. "In questo contesto – ha messo in guardia l'economista Domenico Lombardi – caratterizzato da vulnerabilità assai variegata ma localizzate prevalentemente nell'area emergente del mondo, l'FMI cercherà di articolare una narrativa, per nulla originale nei contenuti e nelle raccomandazioni fondamentali, ma volta a sottolineare l'urgenza nel dispiegare e adeguare tutte le leve necessarie a stabilizzare i segnali di quella che può diventare la prossima crisi".<sup>8</sup> Insomma Lombardi non drammatizza i

## PARTE I. UNA NUOVA CRISI DAI PAESI EMERGENTI

toni ma non esclude che le eccessive passività in dollari di debito societario accumulate allegramente negli anni dei paesi emergenti senza preoccuparsi che primo o poi l'era della liquidità facile sarebbe finita e con i tassi in aumento, possano contribuire a scatenare "la prossima crisi" se le autorità locali non si metteranno subito al lavoro per evitarla con politiche di riduzione degli squilibri. Un altro cigno nero all'orizzonte.

Una voce isolata? No. Cosa preoccupa all'orizzonte? "In primo luogo, il debito insostenibile – ha scritto Paul Mason, giornalista economico a Channel 4 News –. Dal 2007, la montagna di debito nel mondo è cresciuta di 57mila miliardi di dollari. Questo è un tasso di crescita annuo composto del 5,3%, che supera in modo significativo il PIL. I debiti sono raddoppiati nei cosiddetti mercati emergenti, mentre sono cresciuti di poco più di un terzo nel mondo sviluppato".<sup>9</sup>

Un'ipotesi già ripresa in un editoriale del *Financial Times* il 5 ottobre 2015<sup>10</sup> intitolato "Il tempo è denaro per i mercati emergenti." "Livelli record di riserve danno ai paesi in difficoltà una finestra di opportunità per le riforme...E questi sono indubbiamente momenti brutti". Il *Financial Times* prosegue nella sua analisi: "Nel 2015 le valute dei mercati emergenti (EM) si sono svalutate contro il dollaro. Quattro di loro hanno diminuito di almeno un quinto: Malesia, Colombia, Turchia e Brasile, l'ultimo di un terzo. Gli investitori sono in fuga. L'Istituto per la Finanza Internazionale (IIF) stima che i mercati emergenti perderanno 540 miliardi di dollari di capitali quest'anno, e il terzo trimestre rischia di aver assistito al ritiro più veloce di "investimenti a breve", a causa del panico da quando la banca statunitense Lehman Brothers è fallita nel 2008".

Possibile? Una scenario credibile o forse semplici movimenti di capitale tra un mercato e l'altro del globo? Purtroppo l'ipotesi pare possibile visto che il FMI stima a ottobre 2015 in mille miliardi di dollari la fuga dalle economie emergenti. I conti tornano e se due indizi non fanno ancora una prova poco ci manca.

8. Domenico Lombardi, *La frenata degli emergenti condiziona la ripresa globale*, Il sole 24 ore 4 ottobre 2015.

9. Paul Mason, *Apocalypse now: has the next giant financial crash already begun?*, *The Guardian*, 1 novembre 2015.

10. Time is money for emerging market, *The Financial Times*, 5 ottobre 2015.

## UN MONDO IN TEMPESTA

FT prosegue nella sua analisi: “Venerdì 2 ottobre 2015 ha portato un po’ di sollievo, con i mediocri dati sul lavoro degli Stati Uniti che hanno ridotto le aspettative per il rialzo dei tassi. Ma i problemi dei mercati emergenti si sono andati formando negli anni, e non andranno via in una notte. Molti sono troppo dipendenti dalla vendita di risorse naturali ad una Cina in rallentamento, hanno grandi disavanzi delle partite correnti che devono essere collegati con un finanziamento regolare in dollari o hanno debolezza delle istituzioni politiche che impediscono la ristrutturazione economica”.

I violenti deflussi di capitali sono solo la metà della storia che ci aspetta. Dopo la crisi asiatica del 1997, i politici emergenti hanno deciso di costituire riserve di valuta estera abbastanza grandi da assorbire e scoraggiare gli attacchi speculativi contro le loro valute. L’IIF stima che quest’anno verranno bruciati 341 miliardi di dollari di tali riserve, per compensare i due terzi della fuga di capitali. Possibile? “Il numero è scioccante, pari alla metà delle riserve totali dei Paesi prima della crisi del 1998. Dopo un decennio e mezzo di accumulo, però, equivale ad un calo inferiore al 5% del totale delle attuali riserve”.<sup>11</sup>

A una prima analisi un osservatore potrebbe ritenere che gli emergenti potrebbero sostenere una tempesta valutaria per 20 anni prima di rimanere a corto di valuta estera. Naturalmente, non è così semplice. “Le riserve non sono distribuite in modo uniforme; la Cina detiene più di 3mila miliardi di dollari sul totale di 8mila miliardi di dollari. Poi c’è un problema di corrispondenza: alcune riserve in dollari appartengono alla banca centrale, mentre le passività in dollari sono tenute in gran parte da società, che hanno 3,3mila miliardi di debito in dollari. Anche le riserve più cospicue perderanno la loro forza rapidamente se i mercati finanziari perdono completamente la fede in un paese”. Insomma il puzzle è complesso e la soluzione non univoca. Un rompicapo come il colorato cubo di Rubick.

In questi casi chi riesce a mantenere la fiducia dei mercati è a metà dell’opera. Prendiamo l’India, un paese inserito nel 2013 nei cosiddetti “fragile five”<sup>12</sup> i cinque paesi fragili (Brasile, India, Sudafrica, Turchia, Indonesia), nel 2013 in una lista compilata

11. Time is money for emerging market, The Financial Times, 5 ottobre 2015.

12. Morgan Stanley, Tales from emerging World, 3 dicembre 2013.

## PARTE I. UNA NUOVA CRISI DAI PAESI EMERGENTI

dalla banca d'affari americana Morgan Stanley: in pratica si tratta di tutti i paesi che hanno un deficit delle partite correnti e sono dipendenti dall'afflusso dei capitali stranieri per pareggiare il deficit. Ma l'arrivo di un capo della banca centrale rispettato ed esperto come Raghuram Rajan che ho avuto il piacere di intervistare a Milano nel 2005 quando lavorava al FMI<sup>13</sup> e la successiva elezione del riformista Narendra Modi ha permesso di evitare il peggio all'India, aiutata dalla sua posizione di importatore delle materie prime, piuttosto che esportatore. Senza contare che le riserve indiane sono aumentate negli ultimi due anni, una fatto raro tra gli emergenti.

Ma mentre nessuna quantità di riserve sia comunque in grado di sopportare una eventuale perdita di fiducia del mercato, il denaro messo da parte nei tempi buoni fa guadagnare tempo nei momenti di difficoltà. L'uso di riserve per compensare la fuga di capitali consente alle banche centrali temporaneamente di evitare la classica risposta alla crisi dei mercati emergenti varando una stretta monetaria in mezzo a una recessione per proteggere la loro valuta ed evitare l'inflazione importata. Sempre che la banca centrale sia autonoma dal governo che le impedirà di alzare i tassi per evitare nuove proteste di piazza che solitamente scoppiano quando l'esecutivo decide di alzare le imposte e quindi il prezzo dei generi più diffusi per cercare di ridurre i deficit pubblici.

“Tre delle quattro valute più colpite nel 2015 hanno alle spalle una situazione politica instabile: Brasile, Turchia e Malesia. I mercati stanno inviando il loro messaggio forte e chiaro. Se i politici non ascoltano, la fuga di capitali è destinata a peggiorare”. Molto dipende da quanto forti saranno le turbolenze: la Cina sta passando, dopo un boom ininterrotto di 25 anni, da un modello basato sull'export a uno basato sui consumi interni. Negli Stati Uniti si chiude l'epoca della moneta facile e della liquidità senza freni in un dopo crisi che ha visto passare sei anni consecutivi di crescita con una disoccupazione tornata al 5 per cento. Missione compiuta o quasi può dire Janet Yellen presidente della Federal Reserve che ha tra i suoi compiti istituzionali la stabilità dei prezzi e, a differenza della BCE, anche la ridu-

13. Vittorio Da Rold, «Ecco perché l'Italia non è competitiva», *Il sole 24 ore*, 2 luglio 2005.

## UN MONDO IN TEMPESTA

zione della disoccupazione. Ora tra le banche centrali l'onere di ridare fiato all'economia si sposta sulla BCE che ha iniziato ad acquistare bond solo dal marzo 2015 al ritmo di 60 miliardi di euro al mese in un territorio europeo dove soffiano i venti freddi di deflazione e stagnazione, frutti avvelenati delle politiche di austerità in tempo di crisi finanziarie. Mentre Germania e Italia puntano ancora allegramente su vecchie ricette, cioè sull'export per uscire fuori dalle secche della crisi. Basterà? Sono in molti a dubitarne. "L'economia tedesca infatti risente delle debolezze del modello mercantilista, centrato sull'export e sull'accumulo di surplus commerciali da reinvestire in attività estere a rendimento finanziario più alto di quelle domestiche".<sup>14</sup>

Il peso della ripresa è stato accollato soprattutto sulle spalle delle banche centrali: "Dovendo gestire una crescita anemica nella zona euro, una inflazione disperatamente bassa, sono stati iniettati nell'economia dalle banche centrali di tutto il mondo dal 2007 ad ottobre 2015 fino a 13mila miliardi di dollari, pari a 11.400 miliardi di euro. Nonostante ciò la BCE sembra non avere altra scelta che amplificare la sua azione di allentamento quantitativo. Il famoso Qe, *quantitative easing*, che consiste nell'acquistare ogni mese per 60 miliardi di euro debito pubblico e privato sul mercato". Al punto che secondo Charles Wyplosz, economista dell'istituto di Alti studi internazionali e dello sviluppo di Ginevra, "serpeggia tra i banchieri centrali l'idea che si sia giunti al limite della politica monetaria".<sup>15</sup>

Una politica, quella dell'iniezione di liquidità nell'economia mondiale che ha due facce: effetti positivi come l'aumento dei prezzi dei beni immobili, delle azioni, creazione di ricchezza, svalutazione della moneta che facilita l'export, riduzione dei tassi che facilita il credito alle imprese e alle famiglie. Ma ha anche effetti negativi: aumentano le ineguaglianze sociali perché solo i più ricchi hanno un patrimonio in borsa o immobiliare, specialmente negli Stati Uniti e, infine, si possono creare bolle speculative che provocano instabilità finanziaria per i paesi sviluppati ed emergenti. E al tempo stesso gli investimenti latitano,

14. Carlo Bastasin, Il soccorso che adesso serve alla Merkel, Il Sole 24 ore, 20 ottobre 2015.

15. Audrey Tonnelier, Les banques centrales impuissantes face à une croissance atone", Le Monde, 22 ottobre 2015.

## PARTE I. UNA NUOVA CRISI DAI PAESI EMERGENTI

la crescita resta debole. Come ha detto il finanziere George Soros a Davos nel gennaio 2014 il Qe della BCE aumenterà le disegualianze sociali senza una politica fiscale di redistribuzione dei redditi perché aumenterà il valore degli *asset* lasciando fermi i salari<sup>16</sup>.

Una misura, quella dell'allentamento monetario, che da sola non può bastare e che per di più può creare nel tempo distorsioni e gravi effetti collaterali. “Mentre le banche centrali ci provano a far ripartire l'economia si assiste a una assenza collettiva dell'azione dei governi”, ha detto sconcolato Charles Wyplosz<sup>17</sup>. Dal fallimento di Lehman Brothers a ottobre 2015, il computo dei tagli ai tassi di interesse nel mondo ha raggiunto l'astronomica cifra di 626 volte, con un picco raggiunto nel 2009 (207 riduzioni) e un secondo posto toccato nel 2012 (108). Una situazione dove nessuno osa prevedere gli effetti. Siamo in terra incognita: *hic sunt leones*, avrebbero detto i latini nelle loro mappe per significare che in quelle terre l'impero non garantiva la sicurezza dei *cives* romani, tanto meno dei loro investimenti.

“I mercati emergenti sono in difficoltà – ha affermato Larry Summers, ex segretario al Tesoro Usa ai tempi di Bill Clinton<sup>18</sup> – e molte delle economie sviluppate stanno andando a una velocità moderata, aumentando i rischi di recessione mondiale. Tocca ai politici, ora che la politica monetaria ha esaurito la sua potenza di fuoco, passare a politiche di stimolo fiscale abbandonando la retorica delle riforme strutturali”. E in Europa non sarà una battaglia facile far ripartire i consumi e gli investimenti con politiche di austerità consacrate dal Trattato di Maastricht scritto e firmato in un'altra epoca.

Ma fino a quando durerà la crisi si è chiesto angosciato il brillante economista e studioso americano Moisés Naim? La posizione di Naim, ex direttore della prestigiosa rivista *Foreign Policy* per 14 anni ed ex ministro per il Commercio del Venezuela, è molto interessante perché prende in esame quattro diversi punti di vista, divergenti ma tutti autorevoli, per conclu-

16. Vittorio Da Rold, *Chi è Alexis Tispras, il borghese radicale che vuol cambiare la Grecia e l'Europa*, Il Sole 24ore, 25 gennaio 2015.

17. Audrey Tonnellier, *Les banques centrales impuissantes face à une croissance atone*, Le Monde, 22 ottobre 2015.

18. Larry Summers, *The case for expansion*, Financial Times, 8 ottobre 2015.

## UN MONDO IN TEMPESTA

dere sorprendentemente che tutti e quattro hanno ragione nel prevedere tempesta se non si correrà ai ripari e soprattutto se non si riusciranno ad evitare le scorciatoie populiste (una finta soluzione alla complessità delle sfide). Una tentazione a cui anche la politica italiana spesso indulge.

Allora, per quanto tempo ancora il mondo dovrà soffrire una situazione in cui è difficile trovare lavoro, i salari perdono potere d'acquisto e i governi sono costretti a tagliare la spesa statale, ridurre i servizi pubblici ed eliminare programmi sociali? 'Affamate la bestia' reclamavano con forza i rappresentanti più agguerriti dei Tea Party americani, gli anti-statalisti più accaniti. Con questo slogan, i neolibertisti hanno sempre appoggiato in America il taglio delle imposte, sicuri che questo fosse il modo più rapido ed efficace per costringere lo Stato alla ritirata dalla sfera economica. Affamandolo, togliendogli risorse, il settore pubblico sarebbe stato inevitabilmente costretto a ridurre il suo perimetro nell'economia. Forse i libertisti sono riusciti nell'intento perché non si fa che parlare di *spending review*, cioè tagli delle spese pubbliche e riduzione del welfare, in un momento in cui bisognerebbe spendere per aiutare gli effetti positivi degli stabilizzatori automatici (esempio le indennità di disoccupazione).

Ma insomma tutti si chiedono fino a quando si dovrà attendere per tornare alla crescita duratura? A un nuovo miracolo economico? La risposta, dipende ovviamente dalla diagnosi delle cause. Ci sono secondo Naim<sup>19</sup> – quattro interpretazioni principali che si fronteggiano delle ragioni per cui l'economia globale è così anemica. Quattro racconti contrapposti – direbbe Christian Salmon – fortunato autore francese di un best seller mondiale sulla capacità narrativa di descrivere fenomeni come arma di persuasione di massa.<sup>20</sup>

Vediamole insieme perché può essere istruttivo metterle a confronto in modo sinottico e comprendere che tante diverse soluzioni sono il sintomo evidente di una grande confusione sulle cause e quindi sulle possibili soluzioni praticabili. La prima tesi considera che è arrivato a compimento il «superciclo delle materie prime», una definizione un po' retorica e roboante ma

19. Moisés Naim, Fino a quando durerà la crisi economica?, La Repubblica, 19 ottobre 2015.

20. Christian Salmon, *Storytelling, la fabbrica delle storie*, Fazi, 2008.

## PARTE I. UNA NUOVA CRISI DAI PAESI EMERGENTI

che prende in esame un aspetto non marginale. All'inizio di questo secolo si è avuto un forte aumento dei prezzi dei metalli, degli idrocarburi, dei prodotti agricoli e in generale di qualsiasi tipo di materia prima. Fra il 2000 e il 2010, il prezzo medio si è duplicato, mentre durante tutto il Novecento era sceso in media di uno 0,5 per cento ogni anno. La crescita dell'economia mondiale e soprattutto la fame di materie prime dell'Asia, e in particolare della Cina, ha stimolato una forte domanda, che ha fatto crescere in modo clamoroso i prezzi. Dal 2011, però, la tendenza si è invertita e i prezzi sono caduti del 40 per cento, colpendo le economie dei Paesi esportatori, che avevano avuto un boom nel momento in cui i prezzi erano alti.

Questa prima analisi spiega una parte della storia della grande recessione. Ma perché sono in difficoltà anche Paesi come la Cina o le economie di Europa e Giappone, che non dipendono dall'esportazione di materie prime? In questo caso bisogna procedere nell'analisi e fare un passo avanti.

Una seconda interpretazione delle cause della crisi è incentrata sulla Cina e i suoi problemi di crescita. Il gigante asiatico è stato una delle locomotive principali (a tratti l'unica) dell'economia mondiale. Durante la crisi economica del 2008, quando le economie europee e quella statunitense sono crollate, il governo cinese adottò un programma di espansione economica molto aggressivo: aumentò la spesa pubblica e la liquidità monetaria, ampliò il credito, stimolò gli investimenti e prese misure per mantenere il dinamismo dell'economia e la sua capacità di sostenere l'economia globale. C'è un dato molto significativo che illustra la portata di questo stimolo economico: fra il 2010 e il 2013, in Cina, è stato usato più cemento di tutto quello impiegato negli Stati Uniti nel xx secolo. Sono molte le città costruite ex novo in Cina, le cosiddette città-fantasma, alcune delle quali mai abitate<sup>21</sup>. Ma questa espansione si è dimostrata insostenibile, e molti sono i dubbi sul reale stato di salute economica della Cina. Secondo i pessimisti, la locomotiva ha deragliato; secondo altri, si tratta solo di un rallentamento temporaneo in cerca di un nuovo equilibrio: intanto appare evidente che l'economia mondiale non può più contare sulla Cina come compratore di mate-

21. Yet Another Ghost Town in China Shows Extent of Regional Debt Crisis, Bloomberg, 21 maggio, 2015.

## UN MONDO IN TEMPESTA

rie prime o come fonte di finanziamento per il resto del mondo, soprattutto per gli Stati Uniti.

La frenata cinese, tuttavia, non spiega l'anemia economica dell'Europa e degli altri Paesi sviluppati. E così andiamo alla terza tesi in campo: secondo l'economista americano Kenneth Rogoff, questa debolezza nasce dalla fine di quello che lui definisce il «superciclo del debito»<sup>22</sup>. Rogoff, autore anche di un fortunato e contestato libro sulle crisi negli ultimi otto secoli,<sup>23</sup> sostiene che per un periodo prolungato Paesi, imprese e persone si sono indebitati eccessivamente, forse anche per le politiche monetarie espansive, e ora subiscono inevitabilmente i «postumi della sbornia», e sono costretti a ridurre i forti debiti accumulati. Questa necessità di dedicare risorse alla riduzione del debito ovviamente limita le possibilità di consumo e investimento, e questo a sua volta influenza negativamente la crescita economica. In quest'ottica, le economie torneranno a crescere a un ritmo maggiore una volta che l'indebitamento sarà sceso. Quindi Rogoff sposa la tesi della necessità di un periodo di austerità e di riduzione dei debiti pregressi così come sostenuto dal ministro delle Finanze tedesco, Wolfgang Schaeuble.

La quarta tesi in campo è quella di Larry Summers, altro illustre economista di cui abbiamo già parlato. L'ex segretario al Tesoro riconosce che il forte debito esistente può inibire la crescita economica, ma non è nulla a confronto della «stagnazione secolare», che secondo Summers rappresenta la minaccia più seria per l'economia mondiale. Questa malattia economica si verifica quando i risparmi superano largamente gli investimenti. Le cause sono molteplici: incidono fattori demografici come la struttura per età, la composizione e la distribuzione geografica della forza lavoro nel mondo, la disuguaglianza, l'impatto delle popolose economie asiatiche sui salari e l'occupazione nel resto del pianeta e la costante incorporazione di nuove tecnologie che eliminano posti di lavoro nel momento stesso in cui accrescono la capacità di produzione. Insomma un mondo robotizzato che riduce occupazione e una globalizzazione che taglia i salari di chi continua a lavorare.

22. Kenneth Rogoff, *Debt supercycle, not secular stagnation*, Voxeu, 22 aprile 2015.

23. Kenneth Rogoff, Carmen Reinhart, *Questa volta è diverso*, Il Saggiatore, 2009.