



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“MARCO FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**“IL LIVELLO DEL DEBITO PUBBLICO NEI PAESI AVANZATI
IN UNA PROSPETTIVA STORICA”**

RELATORE:

CH.MO PROF. LORENZO FORNI

LAUREANDO:

MATTEO RUZZANTE

MATRICOLA N. 1043366

ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015

Sommario¹

Introduzione.....	2
1. Il debito pubblico è a un picco storico?	3
1.1 Il debito degli USA	5
2. Come sono stati ridotti i debiti in passato?.....	7
2.1 Gli Stati Uniti durante la Rivoluzione americana e la Guerra di secessione	8
2.2 La Germania nel primo dopoguerra	12
2.3 Il caso “virtuoso” britannico.....	15
2.4 Gli Accordi di Londra sui debiti esteri germanici	18
3. Perché i debiti odierni sono così alti?.....	21
3.1 L’espansione dello Stato e della spesa pubblica in Europa.....	22
3.2 Le ripercussioni della <i>Reaganomics</i> sull’indebitamento pubblico americano	24
3.3 L’abbandono del <i>gold standard</i> e il rilassamento delle politiche monetarie	27
3.4 L’indipendenza delle banche centrali e la fine della repressione finanziaria	30
3.5 Lo sviluppo della finanza e la trappola del debito	38
Conclusioni.....	44
Riferimenti bibliografici	46

¹ Lunghezza elaborato (esclusa bibliografia e sommario): 14.821 parole

Introduzione

«Blessed are the young, for they shall inherit the national debt.»

Herbert Hoover, Discorso alla Conferenza Repubblicana del Nebraska (16 gennaio 1936).

«Personally I do not feel that any amount can be properly called a surplus as long as the nation is in debt. I prefer to think of such an item as a reduction on our children's inherited mortgage.»

Dwight D. Eisenhower, Discorso sullo stato dell'Unione (7 gennaio 1960).

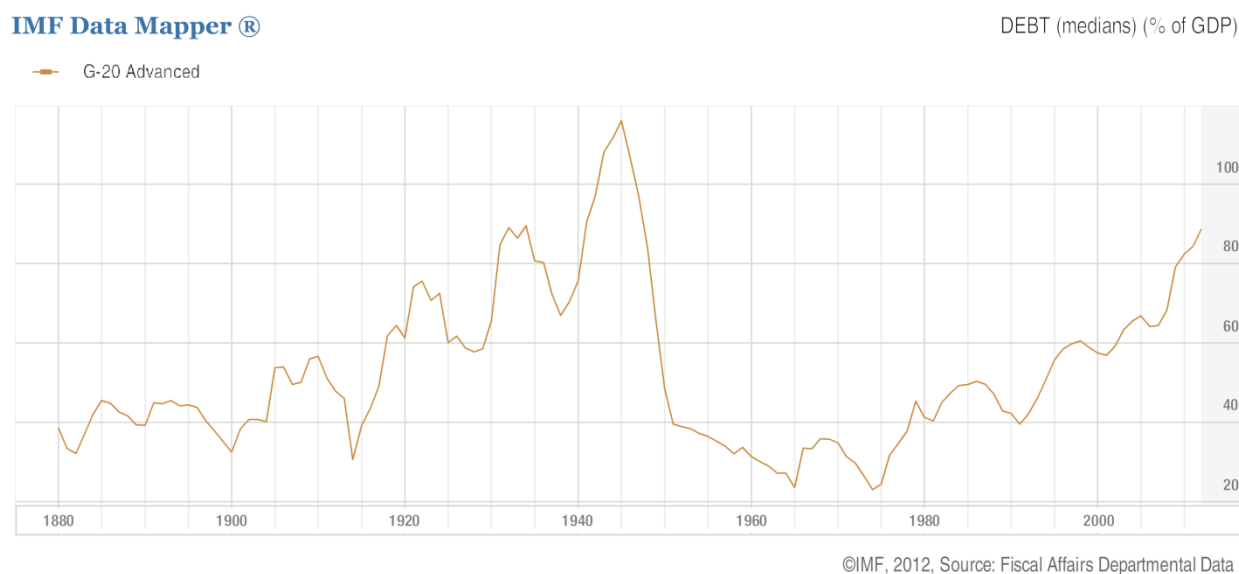
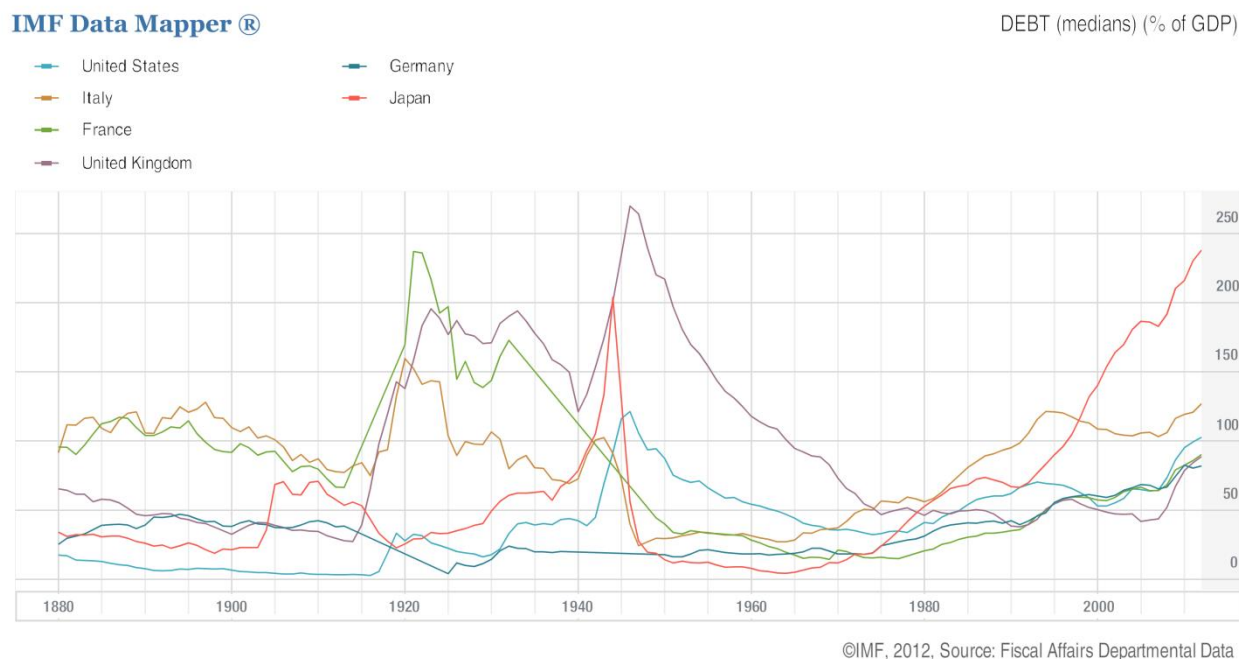
La recente crisi economica ha lasciato in eredità alle generazioni future una considerevole mole di debito pubblico, alimentata dal calo generale delle entrate fiscali, ma anche dall'aumento delle spese per interessi dovuto al clima di sfiducia e instabilità finanziaria generato dalla crisi nei paesi europei "periferici". Il salvataggio della Grecia ha reso inoltre attuale un'eventualità che i paesi economicamente maturi consideravano ormai dimenticata: il rischio di insolvenza da parte di uno Stato sovrano.

La difficile contingenza economica nella quale vive il mondo occidentale, ed in primo luogo l'Europa, pone ai *policymaker* numerose domande riguardo alla situazione nella quale versa il debito pubblico nei paesi avanzati: assumendo una prospettiva storica, viviamo in un'epoca di alto indebitamento pubblico? Come sono stati ridotti i debiti sovrani nel passato? E soprattutto: perché negli ultimi 60 anni non è mai stata prevista dai governi in carica una decisa riduzione dei crescenti debiti pubblici?

In questo lavoro, proveremo a rispondere a queste domande, individuando i tratti salienti del complesso fenomeno politico-economico (precedente alla crisi finanziaria) che ha portato il debito pubblico dei paesi sviluppati ad un picco storico, inedito a partire dalla fine della seconda guerra mondiale.

1. Il debito pubblico è a un picco storico?

Fig. 1.1: rapporto debito/Pil nell'ex G6 e nel G20 (paesi avanzati)



Fonte: FMI

La pratica di contrarre debiti nei confronti di investitori privati o istituzioni finanziarie rappresenta un importante strumento di cui le compagnie statali, alla pari delle imprese private, hanno fatto uso sin dall'antichità. Winkler (1933) riporta che il primo episodio di default sovrano, documentato da fonti storiche, risale al quarto secolo avanti Cristo (377-373) quando dieci delle tredici *póleis* greche facenti parte della Lega Marittima Delio-attica ripudiarono i prestiti concessi dal tempio di Deli,

otto città delle quali per la quota dell'80% e le rimanenti due per la totalità del debito dovuto. Reinhart e Rogoff (2009) documentano otto secoli di debiti e default pubblici; nell'opera "This time is different: Eight Century of Financial Folly", i due studiosi di Harvard hanno raccolto un nuovo database storico che copre sessantasei paesi appartenenti ai cinque continenti, andando indietro fino alla data d'indipendenza, o addirittura sino al periodo coloniale, per la maggior parte di essi.

Altro importante lavoro è stato svolto da Sturzenegger and Zettelmeyer (2007), i quali hanno esaminato l'esperienza dei 200 anni passati e mostrato quanto i boom di prestiti allo Stato siano stati quasi invariabilmente seguiti da ondate di default sovrani.

Il debito pubblico ha seguito nel corso dei secoli un andamento fluttuante, in crescita durante i periodi di guerra e di recessione, e successivamente in discesa in virtù di congiunture più favorevoli alla crescita economica o a straordinarie politiche fiscali e/o monetarie.

Osservando la fig. 1.1 si nota come oggi il debito pubblico abbia effettivamente raggiunto un picco storico: il debito sovrano dei paesi sviluppati sembra essere arrivato a livelli toccati in passato, solo negli anni dei conflitti mondiali, o addirittura mai raggiunti (è questo il caso, ad esempio, del Giappone).

Sin dall'antichità, la guerra è stata un fattore ricorrente dietro ai rapidi deterioramenti nelle finanze pubbliche e alle contestuali ondate di debito sovrano: gli Stati erano soliti indebitarsi per sostenere i costi delle guerre (pagare un esercito, fornire l'armamento e l'equipaggiamento etc.) e quindi ripagare o ripudiare tali obbligazioni nel periodo successivo. L'operazione di riduzione del debito doveva essere quanto più veloce possibile poiché, di fronte a un nuovo conflitto, uno stato con debiti elevati avrebbe difficilmente trovato nuovi prestatori. Durante i periodi di pace invece, una causa rilevante delle impennate del debito sono state le crisi finanziarie sistemiche: negli ultimi decenni il crescente coinvolgimento dei governi nelle operazioni di salvataggio ha reso più pronunciato il legame tra debito pubblico e crolli finanziari (Reinhart e Rogoff 2011). Il picco di indebitamento toccato dai paesi sviluppati al giorno d'oggi è sicuramente la conseguenza diretta della crisi dei mutui *subprime* negli USA e quindi dei debiti sovrani in Europa, ma la sua parabola ascendente è cominciata già negli anni Settanta e Ottanta del Novecento (fig. 1.2) non in circostanze eccezionali, quali guerre o disastri naturali.

I passati studi sugli episodi di alto indebitamento pubblico si sono concentrati tipicamente su un modesto numero di casi, assumendo una prospettiva temporale limitata. Nonostante i dati disponibili non possano considerarsi completamente esaustivi, appare più interessante seguire l'approccio adottato da Reinhart e Rogoff (2010), spingendosi almeno fino al 1800. I due cattedratici di Harvard denunciano quanto la letteratura scientifica sull'indebitamento tragga le

proprie conclusioni sulla base di dati non precedenti al 1980, in quanto più facilmente accessibili: quest'approccio, tuttavia, non risulta abbastanza soddisfacente se si considera che le crisi finanziarie e lo stesso debito pubblico seguono cicli molto più lunghi.

Gli episodi che considereremo suggeriscono molteplici lezioni, più o meno pertinenti, circa il problema dell'eccessivo debito pubblico. Evidentemente però, essi ci permettono di individuare i caratteri del fenomeno economico e politico che si nasconde dietro all'odierno aumento dei debiti pubblici, il quale rappresenta, come già più volte sottolineato in precedenza, il primo picco storico non riferito ad un periodo di guerre.

Si tenga conto del fatto che l'ingente indebitamento, con cui molte economie sviluppate stanno facendo i conti, non si limita al solo settore pubblico. Reinhart, Reinhart e Rogoff (2012) parlano bensì di "quadruple debt overhang", affiancando al debito pubblico, anche quello privato, esterno e le pensioni. Il tema del debito multidimensionale, non ancora affrontato in maniera complessiva, costituisce un argomento critico con cui la futura ricerca economica si troverà prima o poi a fare i conti.

1.1 Il debito degli USA

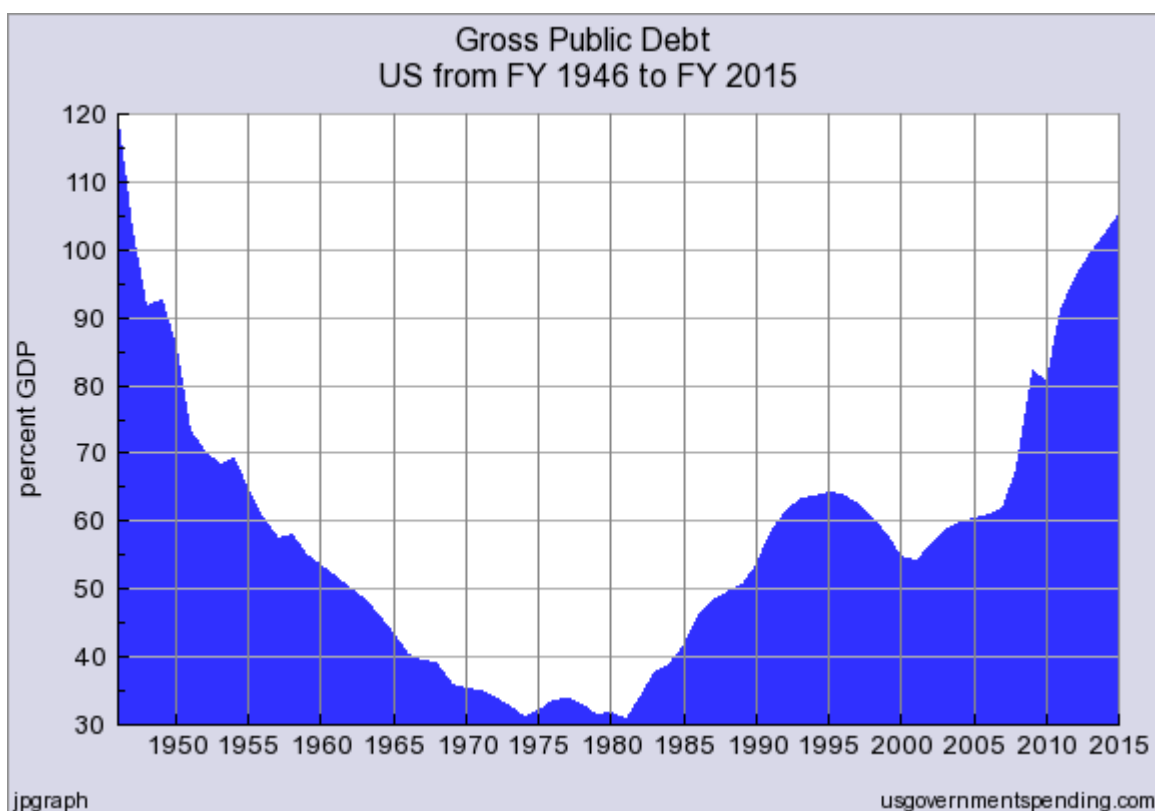
Ci soffermiamo brevemente su un caso esemplare nel panorama storico occidentale, quale sono gli Stati Uniti d'America. Come racconteremo più dettagliatamente nel par. 2.1, il debito pubblico americano inizia a formarsi a partire dalla fondazione dello stesso Stato federale stesso: nel 1789 esso costituisce già il 30% del Pil in quanto incorpora i debiti contratti dai differenti Stati, prima di federarsi.

In seguito a questo episodio, l'andamento del debito statunitense mostra una serie di picchi, riferiti esclusivamente a finestre temporali di guerra. La Guerra di secessione e la Prima guerra mondiale riportano il rapporto debito/Pil entrambe sopra la soglia del 30% (quota quasi irrilevante rispetto ai massimi raggiunti nel continente europeo²). Il rapporto debito/Pil degli Stati Uniti infine raggiunge il suo massimo in occasione del secondo conflitto mondiale; ciononostante l'economia americana, spinta dai consumi interni e dal boom della classe media, sarà in grado di recuperare livelli sostenibili nel rapporto debito/Pil attraverso alti tassi di crescita della produzione. A 15 anni dalla fine della seconda guerra mondiale, gli USA avevano già ridotto a metà il rapporto debito/Pil.

² Si ricordi che gli USA furono l'unico stato coinvolto nel conflitto bellico che non uscirono dal *gold standard*, mantenendo una quasi piena convertibilità del denaro in oro: per contro, tutti gli stati europei – a partire dalla Germania nel 1914 – rinunciarono al regime di parità aurea per sostenere l'incremento della base monetaria necessaria a finanziare la spesa militare. Gli USA invece, dopo la loro entrata in guerra nell'aprile 1917, evitarono una totale sospensione del *gold standard*, implementando, per un breve periodo, un sostanziale embargo sulle esportazioni di oro in Europa (Selgin 2013). Torneremo sulla relazione esistente tra regime valutario e debito pubblico all'interno del par. 3.3.

A cavallo tra gli anni Settanta e Ottanta – gli albori della cosiddetta “Reagan Era” – tuttavia, il debito pubblico americano ritorna a crescere. È la prima volta nella storia americana che questa inversione di tendenza non si accompagna alla necessità di finanziare una guerra: gli Stati Uniti sono pienamente coinvolti nelle vicende della guerra fredda ma l’effettivo aumento delle spese militari non sembra in grado di spiegare, da solo, il cambiamento di tendenza osservato. Dopo una fase di recupero durante la presidenza Clinton, dovuta prevalentemente al boom tecnologico ed economico degli anni Novanta, il debito torna a salire con tassi relativamente modesti con Bush per poi esplodere in seguito alla crisi dei mutui *subprime* e alle sue ripercussioni sul settore finanziario pubblico e privato (fig. 1.2).

Fig. 1.2: rapporto debito/Pil negli Stati Uniti dal 1946 al 2015



Fonte: usgovernmentsspending.com

L’andamento del debito pubblico americano, appena esposto in maniera sommaria, viene generalmente spiegato facendo riferimento alla variazione delle entrate e delle uscite dello Stato. Nell’analisi che segue, di carattere prettamente qualitativo, proveremo a considerare, oltre ai deficit di bilancio, anche altre variabili determinanti nell’andamento del rapporto debito/Pil, quali il tasso di crescita del Pil e i tassi d’interesse reali sul debito (par. 3).

2. Come sono stati ridotti i debiti in passato?

Reinhart, Reinhart e Rogoff (2015) distinguono le modalità di riduzione del debito pubblico, si legga rapporto debito pubblico/Pil³, in strategie ortodosse e strategie eterodosse. Le prime includono la promozione di una duratura crescita economica, che ecceda i tassi di interesse reali, la generazione di ampi avanzi primari o la privatizzazione delle proprietà dello Stato. Al contrario le politiche eterodosse sono costituite dal ripudio della totalità o di parte del debito attraverso una ristrutturazione sovrana, dal signoraggio, ossia l'emissione di moneta per finanziare il debito dello Stato, dalla (in parte) correlata generazione di inflazione inattesa, dalla tassazione patrimoniale "sui ricchi" (*wealth tax*) e da misure di restrizione della finanza privata (*financial repression*). La storia antica e moderna offre molteplici precedenti di scelte ortodosse o eterodosse, seguite dai governi in funzione di un consolidamento del livello di debito; in realtà, i paesi avanzati hanno fatto molto affidamento sugli approcci eterodossi, più di quanto molti osservatori contemporanei ricordino.

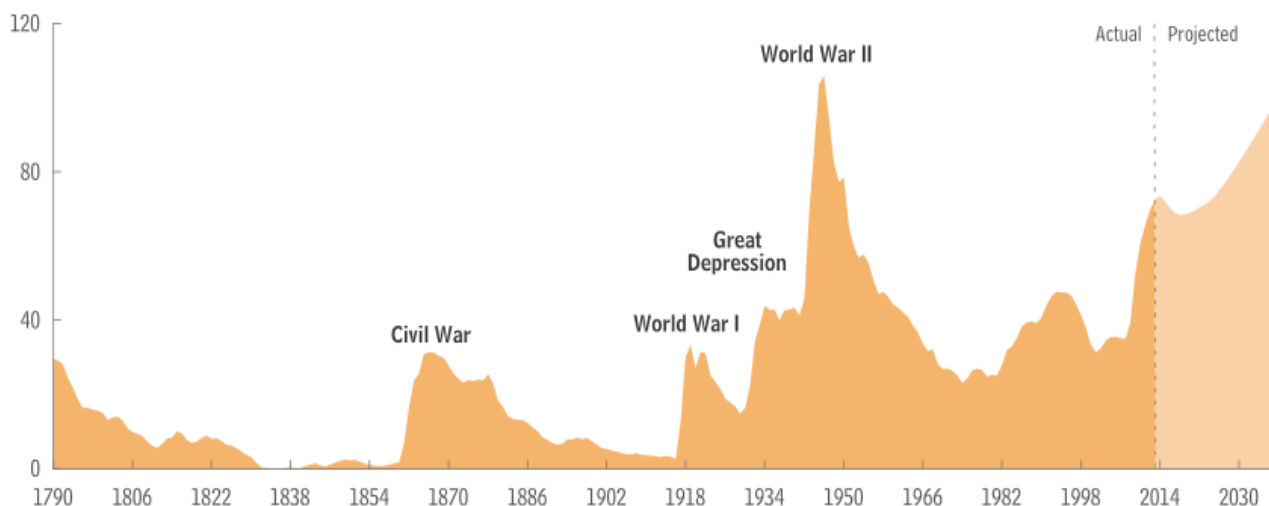
Ciò premesso, la riduzione del valore del debito non è da considerarsi sempre come una precisa scelta di politica economica dei governi ma può scaturire da avvenimenti economici di diversa natura. Spesso nella storia, l'inflazione è stata la conseguenza dell'eccessiva creazione di moneta per finanziare ampi disavanzi di bilancio (vedi l'iperinflazione Weimeriana 1919-1923 – par. 2.2), erodendo di conseguenza il valore reale del debito; in altre occasioni invece un periodo di inflazione è stato provocato intenzionalmente dal governo, congiuntamente alla Banca centrale per abbattere il debito pubblico (questo è successo, per esempio, in Italia alla fine della seconda guerra mondiale)⁴. Allo stesso tempo, alti tassi di crescita, come quelli realizzati dagli Stati Uniti nel secondo dopoguerra, permettono agli Stati di rendere sostenibile la mole di debito pubblico che detengono nelle proprie casse, aumentando il denominatore del rapporto debito/Pil e così abbassando il valore della grandezza. Come la teoria economica insegna, se il tasso di crescita della produzione è maggiore del tasso di interesse, il rapporto debito/Pil può convergere al suo valore di stato stazionario, pur in presenza di debiti pregressi e di disavanzi primari.

³ Nelle analisi di tipo economico, il debito pubblico è spesso espresso in rapporto al Prodotto interno lordo per consentire comparazioni più agevoli di anno in anno e per illustrare in maniera più comprensibile la capacità dello Stato di ripagare tale stock.

⁴ Il signoraggio si basa su un rapporto di cooperazione tra banca centrale e governo. I titoli emessi dallo Stato devono essere acquistati dalla banca centrale attraverso la nuova moneta creata: così la banca centrale può finanziare il disavanzo di bilancio attraverso la moneta. Nella Germania post-Prima guerra mondiale, ad esempio, la Banca centrale era a tutti gli effetti un'agenzia del governo.

2.1 Gli Stati Uniti durante la Rivoluzione americana e la Guerra di secessione

Fig. 2.1: Debito pubblico federale degli USA (in % sul Pil) – Anni 1790-2010



Fonte: “*Historical Data on Federal Debt Held by the Public*” (July 2010), Congressional Budget Office.

«A national debt, if it is not excessive, will be to us a national blessing. It will be powerful cement of our union.»

Alexander Hamilton, lettera a Robert Morris (30 Aprile 1781).

La storia del debito pubblico statunitense ha inizio ancora prima della formazione dello Stato federale: secondo gli storici dell'economia, il primo default degli USA risale alla prima emissione di debito a livello nazionale, avvenuta nel corso della guerra di indipendenza dalla Corona inglese.

A partire dal giugno del 1775 il Congresso continentale, riunitosi a Filadelfia, decise di stampare lettere di credito (“bills of credit”) per un ammontare di due milioni di dollari spagnoli (“spanish milled dollars”)⁵: a questa emissione ne seguirono molte altre negli anni successivi del conflitto, per una cifra finale stimata in circa 200 milioni di dollari, la quale rappresenta quasi il 77% dei fondi spesi dal Congresso nel periodo 1775-1780 (Grubb 2008)⁶. Questi documenti di credito, chiamati “Continental”, non avevano valore di valuta legale, bensì costituivano obbligazioni al portatore a tasso zero, riscattabili in monete al loro valore nominale nelle scadenze future prestabilite (Grubb

⁵ I dollari spagnoli, noti anche come Real da 8 o pezzi da otto, furono una moneta d'argento, coniata nell'Impero spagnolo a partire dalla riforma della monetazione del 1497, che ebbe corso legale negli Stati Uniti fino al *Coniage Act of 1857*. Verso la fine del XVIII secolo, i dollari spagnoli erano divenuti, grazie all'ampia diffusione in Europa e nelle colonie americane e asiatiche, la prima moneta mondiale. Gli Stati Uniti avranno una valuta nazionale solo dal 1794, anche se i dollari spagnoli resteranno ancora per lungo tempo la moneta più popolare in territorio americano (Rothbard 2011).

⁶ I rimanenti finanziamenti arrivarono da prestiti domestici (13%) e da aiuti o prestiti esteri (10%), questi ultimi provenienti soprattutto dalla Francia.

2011): la prima emissione di *Continental* doveva essere pagata dagli stati in quattro rate annuali spalmate nel periodo immediatamente successivo alla stessa emissione. A partire dalla terza emissione della “valuta continentale” tuttavia, non vennero fissate alcune istruzioni precise per il riscatto da parte dei cittadini americani.

Non avendo il potere di tassare i propri cittadini, il Congresso delegò la responsabilità di ripagare tali banconote ai tredici stati facenti parte del Congresso. Le banconote tuttavia si deprezzarono progressivamente quando i cittadini si accorsero che né gli Stati né tanto meno il Congresso erano in grado di riscattarle. Alcuni storici hanno sostenuto invece che il fattore scatenante non fu una mancanza di fiducia nel riscatto dei biglietti di credito, ma che, semplicemente, ce ne fossero ormai troppi in circolazione (Wright 2008). Un ulteriore problema, secondo quanto riportato anche da Benjamin Franklin, nacque dal fatto che il governo britannico praticò una guerra economica contro le colonie americane stampando falsi *Continental* in larga scala: in questo modo la Gran Bretagna riuscì, almeno in parte, a favorire il deprezzamento della massa totale delle banconote, togliendo una fonte di finanziamento fondamentale al governo rivoluzionario (Scott 1957).

Nel novembre del 1779, lo stesso Congresso decise di svalutare i *Continental* a 1/40 del loro valore originale. Dopo il 1780, il valore delle banconote continentali precipitò ulteriormente, fino a raggiungere un rapporto di 100 a 1, e in alcuni Stati addirittura di 1000 a 1 (Woods 2006). Nel 1791, infine, dopo la ratifica della Costituzione, i *Continental* poterono essere pagati dal governo statunitense, attraverso la conversione in buoni del tesoro, all'1% del loro valore facciale.

La modificazione delle regole di rimborso e il collasso della valuta continentale, avvenuta durante la Guerra d'indipendenza, rappresentano il primo episodio di default “domestico”⁷ nella storia americana, il quale determinò una consistente perdita di ricchezza per i cittadini statunitensi ed in particolare per i soldati, i cui stipendi erano stati pagati in *Continental*. A questo riguardo Franklin osservò che il deprezzamento della valuta aveva costituito, de facto, una tassa per finanziare la guerra (Newman 1990; Wright 2008). Forse, come scrisse lo storico statunitense Ralph V. Harlow in un articolo del 1929, «what the public might lose in depreciation would be counterbalanced by the gain to the government of means to finance the war.»

La drammatica esperienza conosciuta dal popolo e dal governo americano, dunque, influenzò la stesura della Costituzione americana, che venne adottata nel successivo 1789. La cosiddetta “Contract Clause” - articolo 1, sezione 10, comma 1 – infatti nega agli stati il diritto di coniare e stampare moneta indipendentemente dall'autorità centrale.

⁷ Gli Stati Uniti, insieme ad altre nazioni anglofone ad alto reddito quali l'Australia, il Canada e la Nuova Zelanda, possono essere considerati «vergini» (Reinhart e Rogoff 2010) in fatto di default sul debito estero in quanto non ne hanno mai avuto esperienza. Se invece, assumiamo una prospettiva più ampia, considerando cioè anche il debito domestico, gli episodi di default o ristrutturazioni risultano meno rari e coinvolgono alcuni momenti cruciali della storia americana.

Oltre all'emissione di lettere di credito per un valore che il Congresso non si rivelò in grado di riscattare, un altro problema mise presto in crisi le finanze dei nascenti Stati Uniti d'America. Durante la guerra di indipendenza americana, gli stati del Nord (soprattutto Nuova Inghilterra e New York) avevano accumulato dei forti debiti e rischiavano di non poter onorare tutti gli impegni assunti nei confronti di prestatori nazionali e esteri; al contrario, gli stati del Sud avevano mostrato una minore tendenza all'indebitamento. In un contesto di seria instabilità politica ed economica, il primo segretario al Tesoro americano Alexander Hamilton propose di costituire uno Stato federale forte con un proprio bilancio, all'interno del quale i creditori dei singoli stati potessero aspettarsi la garanzia del rimborso del debito contratto in passato (Jacob 2013). Nonostante l'opposizione dei rappresentanti degli stati meridionali, guidata da James Madison, la proposta contenuta nel *First Report of the Public Credit* fu adottata dal governo statunitense come parte del *Compromise of 1790*. Dopo un incontro privato tra Hamilton e Madison, organizzato dall'appena nominato segretario di Stato Thomas Jefferson e passato alla storia americana come "dinner table bargain", il progetto federalista di assunzione del debito pubblico di Hamilton guadagnò l'approvazione dei contendenti politici. Al contempo Jefferson e Madison assicurarono un vantaggioso aggiustamento del debito allo stato della Virginia e ottennero il passaggio della *Residence Bill*, legge che successivamente stabilirà permanentemente il Campidoglio presso gli stati rurali del Maryland e della Virginia, il centro demografico del tempo, piuttosto che nei centri metropolitani e finanziari come New York o Filadelfia (Ellis 2000).

Nel luglio 1790, il presidente George Washington, firmando il *Funding Act of 1790*, assunse i debiti di guerra accumulati dai rispettivi stati costituenti attraverso l'emissione di titoli federali e, in questa maniera, evitò che questi stati fallissero. Il Congresso propose di convertire tali debiti in nuovi titoli federali, postponendo il pagamento degli interessi fino al 1801. Il default del 1790, quindi, risultò esclusivamente nel differimento per dieci anni degli interessi dovuti sui debiti di guerra. Molti osservatori hanno fatto notare che, in realtà, questa modifica delle obbligazioni contratte dagli stati rese il pagamento del debito, considerato dai prestatori un'eventualità ormai lontana, molto più probabile, evitando così un default di maggiori dimensioni.

Un periodo di relativa quiete nei bilanci degli Stati federati seguì al termine del conflitto: numerosi anni di surplus portarono addirittura all'azzeramento totale del debito pubblico negli anni 1835-1836, durante il secondo mandato presidenziale di Andrew Jackson.

Il debito pubblico americano raggiunse un livello senza precedenti in occasione della guerra di Secessione. Nel 1860 il debito ammontava appena a 65 milioni di dollari, ma nel 1863 passò a 1 miliardo e raggiunse i 2,7 miliardi alla fine del conflitto (Doll 2012). In percentuale sul Pil, il debito pubblico era passato dall'1,5% nel 1860 al 27,1% nel 1865: terminato il conflitto, il debito pubblico

continuò lievemente a crescere fino a toccare un picco del 31% nel 1869.

Nel periodo successivo alla guerra d'indipendenza, il Congresso aveva delegato i problemi di finanza pubblica agli stati e alle banche private, le quali fecero numerosi default, ripudiando il debito che avevano in bilancio. Nell'agosto del 1861, però, il bilancio tra la finanza locale e federale cambiò definitivamente paradigma quando la guerra di secessione indusse lo stesso Congresso a creare una nuova valuta, nominata "greenback" per l'inchiostro verde che veniva utilizzato per stamparla. Le banconote originali furono distribuite per 60 milioni di dollari in forma di cambiali a vista o pagherò ("Demand Notes") nelle denominazioni di 5, 10 e 20. Tali documenti erano riscattabili in monete d'oro in qualsiasi momento al tasso di 0,048375 oncia troy d'oro per dollaro. In particolare il governo americano mise le *Demand Notes* in circolazione usandole come mezzo di pagamento dei salari dei lavoratori o dei militari impegnati nel conflitto. Meno di cinque mesi più tardi, nel dicembre del 1861, tuttavia, il Tesoro fece default su queste cambiali fallendo di riscattarle.

Le spese belliche si stavano rilevando molto superiori alle previsioni e le entrate federali stavano lentamente calando. Pertanto, il 25 febbraio 1862, il Congresso decise di autorizzare 150 milioni di *greenbacks* con valore di valuta legale, conosciuti anche come "United States Notes", emanando il *First Legal Tender Act*⁸: tali banconote costituivano una nuova emissione di valuta statunitense, in parte destinata a rimpiazzare i *greenbacks* (senza valore legale) esistenti. Queste nuove banconote non sarebbero state riscattabili a richiesta e non potevano essere usate per pagare dazi doganali o l'interesse sul debito americano. Attraverso l'esclusione di queste due voci del bilancio federale, il Tesoro americano era intenzionato a mantenere un'importante fonte di finanziamento in oro, direttamente destinata a sostenere l'affidabilità creditizia delle obbligazioni governative⁹. Lo status di banconote legali tuttavia, garantiva che i creditori le avrebbero accettate nonostante il fatto che non fossero sostenute da oro, depositi bancari, o riserve governative. La legge del 1862 inoltre stabilì che il governo avrebbe accettato i *greenbacks* per depositi a breve termine pagando il 5% di interesse annuale, e per l'acquisto di *bonds* ventennali alla pari con il 6% d'interesse (ovviamente pagato in oro).

Durante la guerra, i dazi doganali erano una larga parte delle *tax revenues* del governo, il quale,

⁸ I nuovi *greenbacks* legali erano molto simili ai precedenti: il fondamentale mutamento consisteva nell'aggiunta del sigillo del Tesoro e nella rimozione delle parole "on demand" ("su domanda") riguardo alla promessa di pagamento. Le nuove banconote, in sostanza, non erano più convertibili in oro, ma costituivano una "moneta fiat", priva di valore intrinseco e fondata sulla fiducia nell'autorità statale.

⁹ La sezione 5 della stessa legge prevedeva espressamente che le *tax revenues* ricevute dal versamento dei dazi sulle importazioni sarebbero state messe da parte in un fondo speciale, destinato ad essere utilizzato, in primis, per i pagamenti in monete d'oro dell'interesse sul debito pubblico, e in seconda istanza per ricomprare l'1% dell'intero debito pubblico annuale e per colmare le residue spese generali dello Stato.

facendoli pagare in oro, generava la moneta necessaria ad effettuare i pagamenti sugli interessi delle obbligazioni. Infine, rendendo le obbligazioni disponibili per l'acquisto alla pari attraverso *greenbacks*, il valore delle stesse era anch'esso garantito (Mitchell 1903). In questa maniera, il governo presieduto da Abramo Lincoln, riuscì a finanziarsi senza incorrere in ulteriori default sovrani e senza utilizzare alcuna forma diretta di signoraggio.

Alla prima emissione di *United States Notes*, ne seguirono altre due nel 1863 che espansero il limite di emissione a 450 milioni di dollari, introducendo inoltre le denominazioni da 1 e 2 dollari dato che l'apparizione della moneta legale aveva portato l'oro, l'argento e persino il rame fuori dalla circolazione¹⁰; le nuove banconote divennero quindi l'unità di conto per i prezzi in dollari. Nel frattempo tuttavia, l'inflazione erose il valore dei *greenbacks*, i quali si deprezzarono notevolmente rispetto alle passate *demand notes*, tanto che alla fine della guerra erano scambiati per solo la metà del loro valore nominale in oro.

Per la seconda volta nella storia americana, le politiche implementate per sostenere le spese belliche avevano inevitabilmente determinato una parziale insolvenza (sulla prima emissione di "demand notes") e un forte deprezzamento valutario, il quale abbatté il valore dei titoli in mano ai cittadini e alleviò il peso delle obbligazioni prese dai governi americani.

Concludendo la nostra breve analisi circa il primo secolo di storia del debito sovrano degli USA, possiamo osservare quanto i momenti più delicati per le finanze pubbliche americane siano state superate grazie al ricorso a strategie di politica fiscale e/o monetaria "eterodosse". In particolare, il picco di indebitamento pubblico statunitense relativo alla Guerra di secessione, si accompagnò al passaggio da una valuta "backed by gold" a una valuta cosiddetta fiduciaria (il *greenback*, appunto): nel 1862, come avverrà anche in coincidenza dei conflitti mondiali in Europa, e in modo particolare in Germania, il governo Lincoln emise moneta che non era più da ritenersi convertibile con oro o altri metalli preziosi. Ipso facto, lo Stato si trovò libero dai vincoli all'emissione di moneta, che derivavano dalla necessità di detenere una riserva in oro nelle proprie casse, e quindi capace di finanziare le spese belliche incombenti. L'emissione e la distribuzione di queste nuove monete tuttavia fu accompagnata da importanti picchi di inflazione (analogamente lo sarà il collasso degli Accordi di Bretton Woods), risultanti in una sorta di imposta nascosta sulla ricchezza dei cittadini.

2.2 La Germania nel primo dopoguerra

La drammatica esperienza della Germania nel periodo tra le due guerre mondiali rappresenta l'episodio forse più famoso al mondo di iperinflazione: uno dei modi più rapidi, per ridurre il valore

¹⁰ Per questo motivo, alcuni storici si riferiranno a questo periodo con il nome di "greenback standard".

reale del debito pubblico, ma socialmente più oneroso per la popolazione.

La Germania finanziò le spese militari ricorrendo soprattutto a prestiti obbligazionari e solo in minima parte ad imposte belliche. Fu così che nel 1919 l'impero tedesco aveva raggiunto un rapporto/debito Pil dell'ordine del 170%, mentre il costo di servire tale debito ammontava a circa la metà della spesa del bilancio statale (Bresciani-Turroni 1937). Il governo, confidando in una vittoria nel conflitto mondiale, sperava di poter addossare quest'onere alle potenze nemiche. La storia però, prese la direzione opposta: l'impero tedesco subì una netta sconfitta militare e il suo regime nazionalista crollò. La proclamata Repubblica di Weimar cadde sotto l'urto concentrico delle tensioni politiche, dei conflitti sociali e delle perturbazioni economiche. Il tracollo finanziario che ne seguì determinò una drammatica caduta del valore del marco e un aumento smisurato e continuo dei prezzi, che ebbe come *side effect* la quasi totale riduzione del debito pubblico (che nell'autunno del 1922 valeva già solo il 5% del suo valore reale nel 1919).

Il governo tedesco aveva iniziato a stampare moneta già nel periodo bellico, abbandonando la convertibilità aurea e incrementando la quantità di denaro in circolazione, fino a quintuplicarla al termine della guerra. Per sostenere l'immane sforzo bellico, la Germania spese una somma pari a otto volte il Pil (Hardach 1977).

A questo debito si aggiunsero le riparazioni di guerra, calcolate in 132 miliardi di marchi¹¹. Nell'ambito della Conferenza di Pace di Parigi del 1919, gli Alleati addossarono l'intera responsabilità della guerra alla Germania, imponendo una forte riduzione delle forze armate, alcune sostanziali cessioni territoriali e il pagamento della quota di riparazioni sopra menzionata ai paesi dell'Intesa. Il trattato venne duramente criticato da alcuni osservatori politici del tempo, che prevedevano quanto difficile sarebbe stato per la nuova entità statale tedesca fare fede alle condizioni firmate a Versailles. Il delegato del Tesoro britannico alla Conferenza di Parigi, John Maynard Keynes, deluso dall'indirizzo che stavano prendendo le consultazioni, decise di dimettersi; ritiratosi a Cambridge, dedicò l'estate del 1919 alla stesura di una dura critica verso il Trattato, intitolandola "Le conseguenze economiche della pace". In quest'opera, il famoso economista inglese sosteneva che l'Europa non avrebbe potuto prosperare senza un sistema economico equo ed integrato, e che le condizioni economiche imposte dal Trattato avrebbero precluso tale possibilità. Keynes definì quindi il Trattato una "pace Cartaginese" e assicurò che le riparazioni richieste alla Germania eccedevano la capacità di pagare dello Stato, stimando la quantità massima in 10 miliardi di dollari (Keynes 1920). Il corso della storia sembrò dare ragione alle tesi di Keynes, la cui opera riscosse un notevole successo e influenzò l'indirizzo politico-diplomatico adottato nei trattati del

¹¹ Di questa cifra in realtà, dovevano essere pagati solo 50 miliardi di marchi, come sarà stabilito dal Programma di rimborso firmato a Londra nel 1921.

secondo dopoguerra, che lo videro tra l'altro come protagonista alla Conferenza di Bretton Woods.

« *Ce n'est pas une paix, c'est un armistice de 20 ans* »

Ferdinand Foch, generale francese a comando delle truppe alleate, 1920

(riportato da Winston Churchill nelle sue "Memorie di guerra")

Nella prima metà degli anni Venti la Germania fu costretta a stampare ulteriore moneta per finanziare i disavanzi di bilancio accumulati dal governo di Weimar in parte per pagare le riparazioni stabilite dal Trattato di Versailles ma soprattutto per finanziare le spese dello Stato, le cui entrate crollarono in seguito alla flessione della produzione e all'ingente disoccupazione dovuta allo scioglimento di gran parte dell'esercito, imposto dallo stesso trattato per evitare ulteriori minacce belliche nel futuro. Alcuni storici hanno sostenuto che questi disavanzi erano dovuti principalmente alle riparazioni sopracitate, ritenendole l'unica vera causa del problema fiscale tedesco; in realtà, risulta che solamente un terzo dei disavanzi di quegli anni erano legati alle riparazioni, il resto dipendeva da un problema di impasse politica del governo, incapace di attuare una drastica riforma fiscale (Bresciani-Turroni 1937). Questa situazione lasciò come unica soluzione la monetizzazione del debito, che presto sfociò in una delle iperinflazioni più drammatiche che la storia ricordi.

Visti i ripetuti default sui pagamenti, nel 1923 la Francia occupò il bacino minerario della Ruhr, come garanzia per le dovute riparazioni, causando una crisi internazionale. L'occupazione militare francese determinò un fenomeno di resistenza passiva nelle fabbriche tedesche, che praticamente arrestò la produzione di questa regione e generò un ulteriore picco dei tassi di inflazione. La situazione iniziò a normalizzarsi solo a partire dal 15 novembre 1923, quando venne introdotta una valuta temporanea, priva di valore legale, il "Rentenmark", che sostituiva milioni dei vecchi biglietti di banca¹². Nel 1924 quindi il piano Dawes prevede un sistema di pagamento più moderato e concesse l'apertura di prestiti internazionali per aiutare le finanze pubbliche tedesche permettendo alla Germania di riprendere il pagamento delle riparazioni di guerra e di tornare al *gold standard*. Il *Rentenmark*, venne definitivamente sostituito con una nuova valuta legale, chiamata *Reichsmark*, di uguale valore rispetto alla precedente. Il neo-eletto governo Stresemann prese dei provvedimenti efficaci per il risanamento e la ripresa dell'economia tedesca, riportando la Germania a crescere.

Con la Grande Depressione tuttavia, i finanziamenti provenienti da oltreoceano vennero a mancare e la Germania ricadde in una nuova e forse ancora peggiore crisi finanziaria e bancaria. La Conferenza di Losanna del 1932 sancì l'impossibilità per lo Stato tedesco di adempiere alle obbligazioni prese: le riparazione tedesche, che erano state sospese per un anno dalla "moratoria

¹² Il cambio del *Rentenmark* rispetto alla precedente moneta, il *Papiermark*, era 1 RM per 10¹² (mille miliardi) di PM.

Hoover”, furono quindi cancellate. L’iperinflazione e i ripetuti default sui pagamenti delle riparazioni avevano permesso alla Germania di pagare meno di 21 miliardi di marchi sui 132 totali (Marks 1978): questa cifra sarà comunque negoziata e in parte ripagata dopo il collasso del regime nazista e le decisioni della Conferenza sul debito di Londra (par. 3.4).

2.3 Il caso “virtuoso” britannico

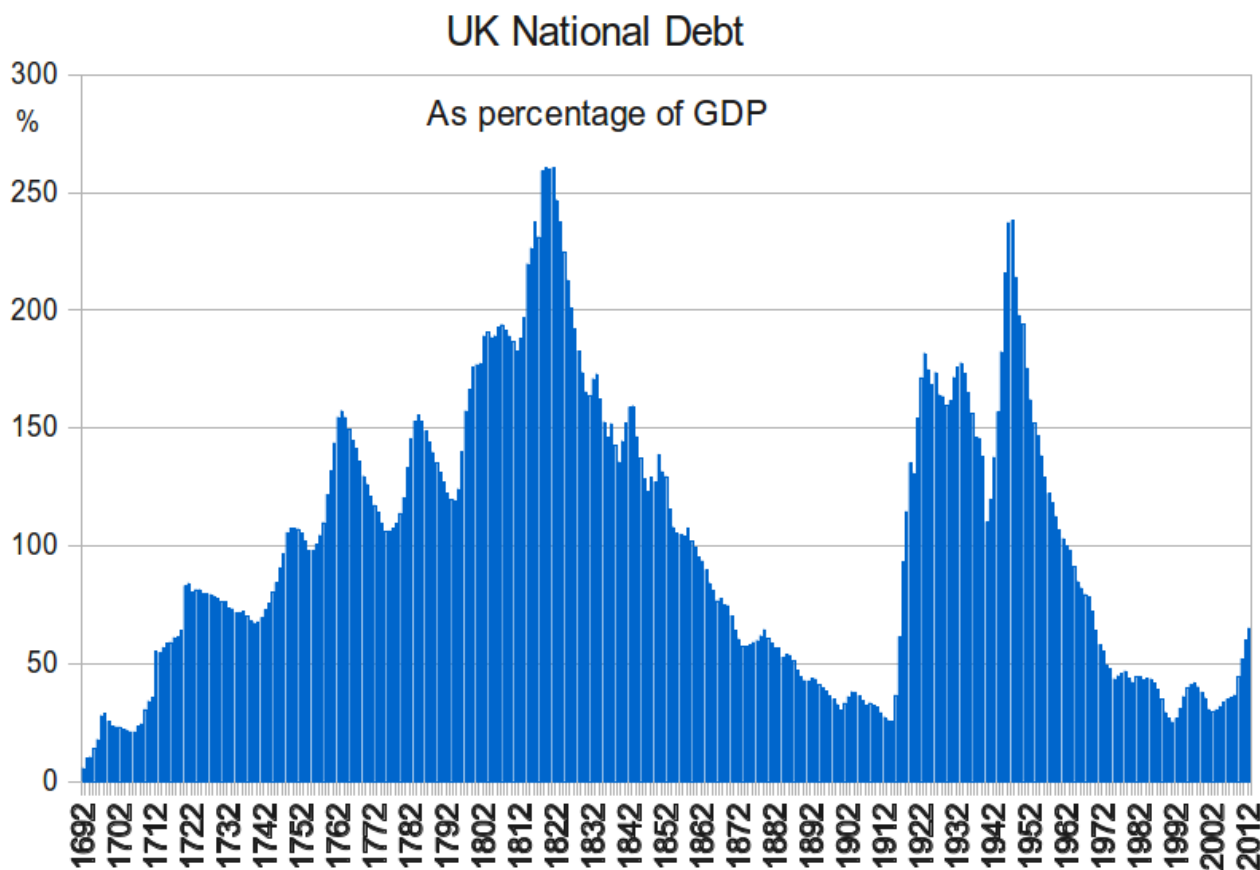
Anche la Gran Bretagna uscì dalla Prima guerra mondiale con un debito pubblico estremamente elevato: nel 1919 il debito pubblico ammontava al 130% del prodotto interno lordo. Le politiche adottate dai governi britannici tuttavia furono molto diverse da quelle seguite in Germania. Le rigorose misure di aggiustamento fiscale evitarono il ricorso al ripudio o alla svalutazione della moneta che accomunò gli altri paesi dell’arco europeo.

Il Regno Unito, grazie alla stabilità politica sotto una coalizione conservativa, l’omogeneità della società e la solidità delle istituzioni democratiche, fu capace di implementare una politica restrittiva volta a ritornare al *gold standard*, rivalutando la sterlina al valore precedente la guerra, a creare avanzi di bilancio per ridurre il debito pubblico fluttuante e a promuovere una severa politica monetaria volta a controllare l’inflazione e il movimento di capitali (Alesina 1988).

La strategia ortodossa seguita dai governi britannici non riuscì tuttavia nell’intento di produrre avanzi primari sufficienti a ridurre il debito pubblico in quanto i tassi di interesse erano molto più alti dei tassi di crescita della produzione. Dopo aver toccato il 170% nel 1923 e attestatosi al 150% fino al 1936, il rapporto debito/Pil intraprese una parabola calante solo nella seconda metà degli anni Trenta, a un quindicennio di distanza dalla fine della guerra.

Questo episodio non rappresenta un *unicum* nella storia del Regno Unito: strategie ortodosse di riduzione del debito hanno ispirato i *policymaker* britannici negli altri due picchi di indebitamento pubblico – il primo precedente e il secondo successivo alla Prima guerra mondiale (fig. 2.2).

Fig. 2.2: rapporto debito pubblico/Pil del Regno Unito dal 1692 al 2012



Fonte: ukpublicspending.co.uk

«In 1816, the net public debt of the UK reached 240 per cent of gross domestic product. This was the fiscal legacy of 125 years of war against France. What economic disaster followed this crushing burden of debt? The industrial revolution.»

Martin Wolf. Financial Times, 23 Aprile 2013.

Il primo massimo toccato dal rapporto debito/Pil britannico risale alla fine delle guerre napoleoniche. Dopo essere stata in guerra per più di 50 dei 100 anni precedenti, la Gran Bretagna raggiunse la quota del 260 per cento di debito sul Pil. Il sistema fiscale, benché superiore a quello della maggior parte delle altre nazioni e rafforzato dall'imposta sul reddito introdotta nel 1798¹³, non poté produrre sufficienti entrate per far fronte alle ingenti spese militari e ai sussidi pagati per finanziare gli alleati durante i conflitti. I governi britannici decisero dunque di continuare a chiedere prestiti ai cittadini e ad investitori privati, senza mai attuare uno stop sull'esposizione debitoria

¹³ Essa costituisce il primo caso di implementazione di una cosiddetta "income tax" nella storia economica moderna. Imposta dal primo ministro William Pitt per pagare le armi e l'equipaggiamento per fare fronte alle guerre rivoluzionarie francesi, essa venne abolita dal neo premier Henry Addington in occasione della pace di Amiens. Quando nel 1803 le ostilità con la Francia si riaccesero, lo stesso Addington fu costretto a reintrodurla fino al 1816.

dello Stato.

A partire dal 1822 al contrario, il Regno Unito avviò una progressiva riduzione del debito pubblico, che richiese un lungo periodo di tempo, ma determinò una sua caduta al 25% del Pil nel 1914. Questo processo non prevede nessuna forma di default né alti tassi di inflazione: uscita vincitrice dal conflitto con la Francia ma allo stesso tempo in difficili condizioni economiche, la Gran Bretagna decise che il debito dovesse essere ripagato in oro – ora che il *gold standard* era stato ristabilito. In realtà il debito non venne rimborsato ai prestatori, ma mantenne un valore nominale stabile, almeno fino agli anni Sessanta dell'Ottocento (Amoreux 2014). Quasi per l'arco di un intero secolo, il bilancio britannico godette sistematicamente di un'importante eccedenza primaria (compresa tra due e tre punti del PIL), la quale servì tuttavia solo a finanziare la spesa per interessi sui titoli di Stato, senza rimborsare tale capitale. Se lo stock di debito rimase quasi immutato, la sua sostenibilità divenne di anno in anno migliore quasi esclusivamente grazie alla crescita del prodotto interno lordo, circa il 2,5% annuo tra il 1815 e il 1914, resa possibile dal progresso dell'industria britannica e da un periodo di pace relativamente esteso (Piketty 2014).

La stessa situazione si presentò alla fine della seconda guerra mondiale: nel 1945 il debito pubblico superava il 200% del Pil. Nonostante il picco raggiunto dal Regno Unito fosse il più alto d'Europa e lo Stato fosse sull'orlo della bancarotta, i governi britannici decisero ancora una volta di far fede agli impegni presi con i creditori, rinunciando a soluzioni eterodosse di riduzione del debito (default sovrano o “inflazionario”).

Nei primi anni del dopoguerra il Regno Unito fu comunque costretto a richiedere assistenza finanziaria al suo maggiore creditore – ovvero gli Stati Uniti¹⁴. John Maynard Keynes venne mandato oltreoceano per ottenere nuovi finanziamenti e ritornò in patria con un prestito di 3,75 miliardi di dollari a un tasso di interesse annuo del 2% da parte degli USA e altri 1,19 mld dal Canada. Tale debito doveva essere ripagato in 50 tranches a partire dal 1950 (come in un contratto di mutuo): alcune di queste “rate” sono state liquidate solo nel ventunesimo secolo e il pagamento finale di 43 milioni di sterline è stato concluso il 31 dicembre 2006. L'*Anglo-American Loan Agreement* risultò provvidenziale per supportare le spese britanniche nei primi anni del dopoguerra: il Regno Unito fu sull'orlo di una grave crisi finanziaria in diverse occasioni e non recuperò i livelli di benessere pre-guerra prima degli anni Cinquanta, tanto che gli storici hanno definito questa finestra temporale come l'“eta dell'austerità”. Ai momenti difficili per l'economia e la società britannica seguì tuttavia un periodo di maggiore prosperità economica: la *golden age* del capitalismo

¹⁴ Il debito pubblico accumulato alla fine della Seconda guerra mondiale dal Regno Unito era di 21 miliardi di sterline. Buona parte di questo immenso stock era in mani estere e gli Stati Uniti costituivano il maggiore creditore inglese con circa 3,4 miliardi di sterline, una somma che si avvicinava ad un terzo del Prodotto interno lordo annuale britannico.

inglese e mondiale. La crescita del Pil, alimentata dalla ricostruzione e dalla modernizzazione del paese, ebbe come ovvio effetto collaterale la lenta, ma continua, diminuzione del rapporto debito/Pil. Le due maggiori ragioni per le quali il Regno Unito fu capace di ridurre, per la seconda volta nella storia un debito superiore al 200%, furono dunque le stesse dell'età vittoriana: misure politiche di aggiustamento fiscale e un prolungato periodo di crescita economica. Anche in questo caso, il recupero richiese un lungo lasso di tempo ma portò il rapporto debito/Pil sotto quota 25% nel 1993.

Secondo una più recente analisi circa la riduzione del debito pubblico dopo la seconda guerra mondiale, il ruolo giocato dalla crescita economica fu di fondamentale importanza per il recupero dei livelli toccati nel 1945, ma sicuramente non l'unico. Reinhart e Sbrancia (2011) sostengono che il fattore determinante per la rapida riduzione del debito sovrano nelle economie avanzate fu la combinazione di repressione finanziaria e inflazione inattesa. L'insieme di politiche applicate nei paesi appena usciti dalla guerra (non solo Gran Bretagna ma anche Stati Uniti – vedi par. 3.4) permisero di mantenere i tassi di interesse reali sul debito al di sotto dell'1% per due terzi del periodo che intercorre tra il 1945 e il 1980, garantendo la sostenibilità del debito sovrano della Corona britannica.

2.4 Gli Accordi di Londra sui debiti esteri germanici

Un'altra situazione che può presentarsi è la cancellazione parziale o rinegoziazione del debito, in inglese "haircut". A differenza del processo di ristrutturazione del debito, in questo caso, lo Stato non va in default ma decide, in concerto con i propri creditori, di ridurre parte dei propri debiti prima che diventino effettivamente insolubili.

L'ultimo caso di *haircut*, escludendo il recente salvataggio della Grecia, risale all'Accordo sui debiti esteri germanici (in tedesco *Londoner Schuldenabkommen*) firmato a Londra il 27 febbraio 1953. Esso rappresenta un trattato di parziale cancellazione del debito tra la Repubblica Federale di Germania e 25 paesi creditori: in primis Stati Uniti, Regno Unito e Francia, ma anche Belgio, Canada, Ceylon, Danimarca, Grecia, Iran, Irlanda, Italia, Liechtenstein, Lussemburgo, Norvegia, Pakistan, Spagna, Svezia, Svizzera, Unione Sudafricana e Jugoslavia. I paesi del blocco orientale furono invece esclusi dai negoziati e le loro richieste vennero ignorate. Solo dopo la fine della guerra fredda e il collasso dell'Unione Sovietica, la Germania unificata concluse degli accordi bilaterali di compensazione volontaria per i danni causati dal nazismo con i paesi rimasti fuori dall'accordo di Londra, tra i quali Bielorussia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Russia e Ucraina.

Secondo alcune stime (Guinnane 2004) il totale in fase di negoziazione ammontava a 13,5 miliardi

di marchi, con 2,6 miliardi di interessi, di debiti pre-bellici degli anni '20 e '30; i debiti postbellici sarebbero stati invece di 16,2 miliardi di marchi¹⁵. Sotto la negoziazione di Hermann Abs, la delegazione tedesca raggiunse un elevato livello di riduzione del debito: i differenti importi da rimborsare furono ridotti rispettivamente a 7,5 e 7 miliardi marchi, dilazionati in più di trent'anni. In totale, dunque, l'accordo di Londra ridusse il debito tedesco di circa la metà del suo valore e permise alla Germania un periodo molto più lungo per ripagarlo. Un peculiare termine dell'accordo prevedeva che i pagamenti tedeschi fossero dovuti solo quando la Germania incorresse in un avanzo commerciale, e che tali pagamenti fossero limitati al 3% dei guadagni delle esportazioni. Questo diede ai creditori verso la Germania un forte incentivo ad importare beni tedeschi, assistendo la ricostruzione.

La rinegoziazione del debito pubblico tedesco, sommata alle condizioni favorevoli con le quali fu concesso di ripagarlo, ebbe sicuramente un impatto significativo sulla crescita dell'economia tedesca nel secondo dopoguerra permettendo alla Germania di emergere come potenza mondiale economica, di ristabilire il proprio ruolo nel mercato internazionale dei capitali e di entrare a far parte di organizzazioni economiche internazionali come Banca Mondiale, Fondo Monetario Internazionale e Organizzazione Mondiale del Commercio.

Dopo i gravi errori politici commessi dai paesi occidentali nel 1919, denunciati da John Maynard Keynes nel suo famoso "The Economic Consequences of the Peace" (vedi par 2.2), l'accordo di Londra evitò che i pagamenti mettessero in pericolo il benessere della popolazione nel breve termine e la possibilità di ricostruire l'allora distrutta economia e società tedesca nel lungo periodo. Il trattato preservò la capacità del Paese di generare un saldo positivo della bilancia commerciale sufficiente a coprire il pagamento delle obbligazioni dovute. Detta in maniera più cinica, si assunse che ridurre ancora i consumi tedeschi non fosse una via accettabile per assicurare agli Stati vincitori l'adempimento dei debiti esteri germanici (Guinnane 2004).

L'accordo normava anche le spese di riparazione della Seconda guerra mondiale. A questo riguardo il governo tedesco, guidato dal cancelliere Konrad Adenauer, sostenne con successo che le obbligazioni non dovessero essere interamente accollate alla Germania Ovest in quanto essa rappresentava solo una parte dell'ex Terzo Reich. Pertanto si stabilì che tali debiti venissero congelati fino a che le "Germanie" non sarebbero state riunificate (avvenimento che nel 1953 sembrava lontano e assolutamente incerto). Quando nel 1990 questo evento effettivamente si

¹⁵ Buona parte dei debiti, emersi dall'assistenza alla Germania post seconda guerra mondiale, era in mano agli USA. Esistevano al tempo anche due importanti programmi: il *Government and Relief in Occupied Areas* e l'*European recovery program* (conosciuto in Europa come "Piano Marshall"). Nonostante essi fornissero rispettivamente aiuti alimentari di emergenza e investimenti per la ricostruzione, una parte dell'assistenza era resa sotto forma di prestiti.

verificò, i suddetti debiti vennero quasi totalmente cancellati, nel corso delle negoziazioni del Trattato sullo stato finale della Germania (anche detto *Two Plus Four Agreement* in quanto vi parteciparono le due Repubbliche tedesche e le quattro potenze che occupavano la Germania – Francia, Unione Sovietica, Regno Unito e Stati Uniti), per permettere al nuovo stato di gestire una costosa e difficile riunificazione.

Il 3 ottobre 2010, nel ventesimo anniversario della riunificazione tedesca, la Germania ha definitivamente terminato di rimborsare i debiti imposti dal trattato con il pagamento dell'ultima tranche di 69,9 milioni di euro, a meno che, e questo appare assai improbabile, le richieste provenienti dalla Grecia per una riapertura del caso vengano prese in considerazione dal governo tedesco e dalle istituzioni comunitarie europee.

3. Perché i debiti odierni sono così alti?

Gli episodi raccontati nel precedente paragrafo non vogliono essere un catalogo esaustivo delle crisi del debito sovrano bensì fornire alcuni esempi storici di riduzione di un alto indebitamento pubblico in Occidente. La mancanza di ristrutturazioni sovrane (a parte quella avvenuta in Grecia nel 2012) o fenomeni di iperinflazione negli ultimi sessant'anni testimonia quanto le economie avanzate siano riuscite a superare la fase dei default ricorrenti o seriali; al contrario nei paesi emergenti gli episodi di insolvenza restano un problema cronico¹⁶. Il database raccolto da Reinhart e Rogoff (2010) rivela che il recente periodo storico, in cui gli stati hanno generalmente onorato i loro debiti, è ben lungi dal costituire la regola. Il fenomeno dei default seriali ha bensì rappresentato, nella storia dei paesi moderni, un «rito universale di passaggio da economia di mercato emergente a economia sviluppata avanzata» (Reinhart e Rogoff 2010, p. 17).

La crescita dell'indebitamento pubblico, emersa negli ultimi tre decenni, pone dunque ai *policymaker* due domande fondamentali riguardo al passato e al futuro andamento delle finanze pubbliche: com'è stato possibile che si sia formato tale debito pur in assenza di impegni bellici e quale trend è probabile esso segua nel futuro prossimo?

La nostra analisi deve per necessità partire dal riconoscimento di come e perché si sia accumulato nelle casse dei paesi sviluppati un importo tale di debito pubblico.

Come anticipato nei paragrafi di apertura (vedi fig. 1.1, 2.1 e 2.2), i *developed countries*, dopo aver conosciuto una rapida e lunga discesa del proprio rapporto debito/Pil, tornano ad indebitarsi gradualmente a partire dagli anni Settanta e Ottanta (vedi in particolare caso USA – fig. 1.2). Cos'era successo in quel periodo? Mentre la crescita economica iniziava a rallentare rispetto agli alti tassi dei decenni precedenti, i governi dei paesi occidentali non furono capaci di adeguare le politiche fiscali estremamente espansive ai cambiamenti che si stavano verificando sul panorama economico mondiale, quali l'abbandono del *gold standard*, la successiva ondata di divorzi delle banche centrali rispetto ai rispettivi governi nazionali e lo sviluppo del sistema finanziario globale. A partire dall'analisi delle conseguenze economiche e politiche di questi fenomeni, nel proseguo del testo, proveremo a far luce sulle relazioni esistenti tra gli avvenimenti sopracitati e la crescita dell'indebitamento pubblico nei paesi avanzati.

¹⁶ A questo riguardo, Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) hanno coniato il termine “debt intolerance” riferendosi alla difficoltà dei governi dei *developing countries* a gestire livelli di debito estero, che invece sarebbero certamente sostenibili nei paesi economicamente sviluppati. Il “safe threshold” del rapporto debito/Pil nei paesi “intolleranti al debito” è dunque sorprendentemente basso, fino ad un livello del 15/20 per cento in alcuni casi; tale soglia dipende, sempre secondo gli studiosi sopracitati, dalle ripetute esperienze passate di default e inflazione. In altre parole la *debt intolerance* è direttamente correlata al fenomeno dei default seriali, dilagante negli ultimi due secoli di storia dei paesi emergenti.

3.1 L'espansione dello Stato e della spesa pubblica in Europa

La spesa pubblica ha costituito per secoli e secoli una percentuale minuscola del Pil, essendo destinata essenzialmente a garantire l'ordine pubblico e la sicurezza esterna. A partire dalla fine dell'Ottocento tuttavia, con una particolare accelerazione legata alla fine del secondo conflitto mondiale e alla nascita dei movimenti socialisti e comunisti, la spesa pubblica ha imboccato un sentiero di crescita costante che l'ha portata a pesare per circa la metà del Pil nell'Europa occidentale e per una quota superiore al 30% negli Stati Uniti. Benché questo aumento abbia seguito percorsi peculiari nei diversi paesi industrializzati, appare difficilmente confutabile il fatto che esso sia stato un fenomeno globale, che ha coinvolto Stati con considerevoli differenze istituzionali nonché barriere geografiche e linguistiche (Tanzi e Schuknecht 2007).

I primi accenni di aumento della spesa pubblica si presentarono in Germania durante gli anni Ottanta dell'Ottocento: ispirato più da convenienze politiche che da ideali filantropici, l'allora cancelliere Otto von Bismarck introdusse delle forme primordiali di assicurazione sociale¹⁷. Nella fattispecie Bismarck istituì l'assicurazione obbligatoria contro le malattie e contro gli infortuni, rispettivamente nel 1883 e 1884, e infine stabilì pensioni pubbliche di disabilità e vecchiaia (per un'età pensionabile comunque ben superiore alla vita attesa dell'epoca).

L'atteggiamento nei confronti del ruolo dello Stato iniziò a mutare in concomitanza con la Grande Depressione: lo Stato minimo del *laissez-faire*, che aveva dominato il pensiero economico classico e le politiche di intervento pubblico nel diciannovesimo secolo, mostrò le sue prime crepe di fronte al prolungarsi della crisi economica degli anni Trenta e al successo dei programmi di spesa del *New Deal*. L'ondata di politiche espansionistiche implementate dal governo Roosevelt, e poi applicate anche in continente europeo, allentarono ulteriormente i vincoli politici e istituzionali sui disavanzi di bilancio, ma l'accelerazione più significativa in questa direzione si registrò dopo la Seconda guerra mondiale, avendo come epicentro il Regno Unito.

A Londra, mentre ancora imperversa il conflitto bellico, l'economista liberale William Beveridge redasse il rapporto "Social Insurance and Allied Services" (1942), noto semplicemente come Rapporto Beveridge, con il quale propose un piano per un servizio sanitario gratuito e un sistema pensionistico pubblico, che accompagnassero i cittadini "from the cradle to the grave". Il *Beveridge Report* gettò le basi per le riforme post-guerra dei partiti laburisti; l'insieme di misure, messe in atto a partire dal 1946, offrirono ai cittadini britannici un ampio quadro di servizi pubblici e tutele sociali che non avevano precedenti nella storia dello Stato moderno. Alla formazione di un sistema sanitario nazionale, seguirono dunque l'espansione della previdenza e dell'assistenza sociale, la

¹⁷ Nell'implementazione di queste riforme, le vere preoccupazioni di Bismarck erano quelle di stimolare la crescita economica dell'Impero tedesco dando maggiore sicurezza ai lavoratori e di sottrarre l'elettorato potenziale ai socialdemocratici, che ancora non avevano costruito serie proposte di legislazione sociale (Taylor 2004).

scolarizzazione di massa, misure di tutela dei lavoratori etc. In tutta Europa quindi, il *welfare state* assunse un ruolo di fondamentale importanza nelle legislazioni nazionali, garantendo ad ogni cittadino il rispetto dei diritti universali alla salute, all'istruzione e un'ampia rete di protezione sociale (pensioni, ammortizzatori sociali, altre forme di assistenza)¹⁸.

Il risultato, dal punto di vista della finanza pubblica, fu un diffuso incremento della spesa pubblica, che non aveva precedenti nella storia passata. Secondo le stime di Tanzi e Schuknecht (2007), la media non ponderata della spesa pubblica nei paesi sviluppati, dopo essere salita da circa il 22% del Pil del 1937, al 28% del 1960, nel ventennio successivo toccò quota 43%¹⁹.

È interessante notare la parziale simmetria che esiste tra la crescita della spesa pubblica e quella del debito, in una finestra storica priva di guerre relativamente impegnative per le finanze pubbliche.

Se, inizialmente, gli accrescimenti più significativi nei livelli di spesa furono direttamente collegati alle due guerre mondiali, nonché al momento di grave crisi economica degli anni Trenta, l'espansione più rapida dello Stato avvenne invece tra il 1960 e il 1980, quando gran parte dei paesi sviluppati non erano impegnati in alcun sforzo bellico. Questa radicale svolta nell'indirizzo politico dei governi occidentali seguì dunque il cambio di orientamento della teoria economica circa il ruolo dello Stato e l'utilità del suo intervento in economia: gli anni d'oro del keynesismo. Evidentemente la costruzione del "welfare state", che accomunò, seppur con qualche peculiarità, i paesi europei, creò un'inedita pressione alla spesa pubblica, alla quale tuttavia non si accompagnò un corrispondente incremento delle imposte.

La situazione dell'indebitamento pubblico degli stati avanzati riuscì a mantenersi sostanzialmente in equilibrio nei primi venti/trenta anni che seguirono la fine della seconda guerra mondiale. La spesa pubblica stava crescendo notevolmente ma i livelli di debito sovrano rimanevano sotto controllo in virtù dell'equilibrio tra entrate e uscite statali e alla contemporanea crescita del Prodotto interno lordo. A partire dagli anni Settanta al contrario, le entrate pubbliche non mantennero il passo della crescente spesa pubblica, generando deficit di bilancio senza precedenti nella storia (se non in periodi di guerra). Tali disavanzi assunsero una natura cronica, in quanto furono creati in maniera continuativa da governi di diverso colore politico e alle prese con differenti esigenze socio-economiche. La sostenibilità di tali deficit fiscali, peraltro, fu resa più gravosa dalla progressiva diminuzione dei tassi di crescita economica che si verificò, quando si esaurì il boom economico

¹⁸ Nel Vecchio Continente, un'ulteriore spinta alla spesa per *welfare* veniva probabilmente dal bisogno di controllare l'ascesa dei partiti socialisti, necessità che invece non sussisteva negli USA: in generale, tale peculiarità concorre a spiegare i maggiori livelli di spesa pubblica a cui sono giunti i paesi europei rispetto agli Stati Uniti.

¹⁹ Il dato riportato prende in considerazione un campione di 17 Amministrazioni centrali che comprende i paesi europei e anglofoni più industrializzati, più il Giappone: sono dunque esclusi Russia, Cina e tutti i paesi emergenti.

mondiale del dopoguerra.

Lo spirito di fiducia, per non dire entusiasmo, riposto dai *policy-maker* nella capacità allocativa e redistribuiva dello Stato iniziò ad affievolirsi nei primi anni Ottanta quando l'elettore mediano rivolse le proprie preferenze verso quei partiti politici che propugnavano un minor peso dello Stato in economia. Il mutato atteggiamento del *median voter* portò alla guida del governo britannico e statunitense i maggiori portavoce politici di questo movimento, rispettivamente Margaret Thatcher (1979) e Ronald Reagan (1981). Ciononostante, pochi paesi, compresi gli USA²⁰, hanno saputo tradurre la retorica antistatalista in consistenti riduzioni della spesa pubblica. Le politiche attuate a partire dagli anni Ottanta sono generalmente riuscite a rallentare il ritmo di crescita della spesa pubblica, ma non a ridurre il suo peso sul Pil; la riduzione della spesa pubblica si è rivelata, obiettivamente, una delle misure politiche più difficile da sostenere per i *policymaker* dei paesi occidentali.

Vediamo, nel dettaglio, cosa accadde negli USA.

3.2 Le ripercussioni della *Reaganomics* sull'indebitamento pubblico americano

Il debito degli Stati Uniti raggiunse il suo minimo nel 1974 (31,7% del Pil) in virtù di anni di sostenuta crescita economica e di un sostanziale equilibrio delle finanze pubbliche. A partire dal 1979 tuttavia, la tendenza del rapporto debito/Pil torna ad essere al rialzo e nell'arco di un decennio i cittadini americani si ritrovano con un debito quasi raddoppiato (in termini reali): dal 32,6% del 1980 al 55,7% del 1990²¹. Questa finestra della storia americana coincide approssimativamente con il doppio mandato di Ronald Reagan alla Casa Bianca (gennaio 1981-gennaio 1989).

Il presidente repubblicano, a partire dai primi mesi dal suo insediamento, implementò una serie di politiche economiche che ebbero come *side effect* l'aumento del debito pubblico. Basandosi sulle teorie di Arthur Laffer²² e degli economisti della *supply-side economics*, Reagan realizzò una drastica riduzione dell'imposizione fiscale sui cittadini e sulle imprese per incoraggiare il risparmio e gli investimenti, e quindi favorire la crescita economica. Una delle prime leggi dell'amministrazione Reagan, fortemente voluta dal partito repubblicano, fu infatti l'*Economic Recovery Tax Act of 1981*, il quale ridusse l'aliquota fiscale media del 25% in 4 anni, abbattendo

²⁰ Si veda l'ultima parte del paragrafo per un sommario confronto con l'UK.

²¹ In termini nominali, il debito raggiunse la quota di 3,2 miliardi di dollari nel 1990, pari a più del triplo dei 908 milioni dovuti dallo Stato americano nel 1980.

²² Il modello di Laffer, più conosciuto come curva di Laffer, sosteneva che un'eccessiva tassazione avrebbe in realtà diminuito le entrate fiscali, riducendo l'incentivo a produrre e a consumare degli operatori economici.

l'aliquota massima dal 70% al 50% e assottigliando quella minima dal 14 all'11%. Nel suo secondo mandato quindi, Reagan implementò una seconda serie di misure, le quali tuttavia risultarono neutre, se non a saldo positivo, rispetto alle entrate dello Stato. La *Tax Reform Act of 1986*, frutto di un accordo bipartisan tra Repubblicani e Democratici, tagliò l'aliquota massima dal 50% al 28% ma alzò l'aliquota minima dal 11% al 15%. Allo stesso tempo, la TRA eliminò 30 miliardi di dollari di "scappatoie fiscali" per i grandi patrimoni e comparò l'aliquota fiscale sui *capital gain* a quella sui redditi ordinari nel tentativo di promuovere una maggiore semplificazione della legislazione tributaria e un allargamento della base imponibile.

Di conseguenza, le *tax revenues (as a share of GPD)*, scesero dal 19,6% nell'anno fiscale 1981 al 17,3% nel 1984, prima di risalire al 18,4% nel 1989.

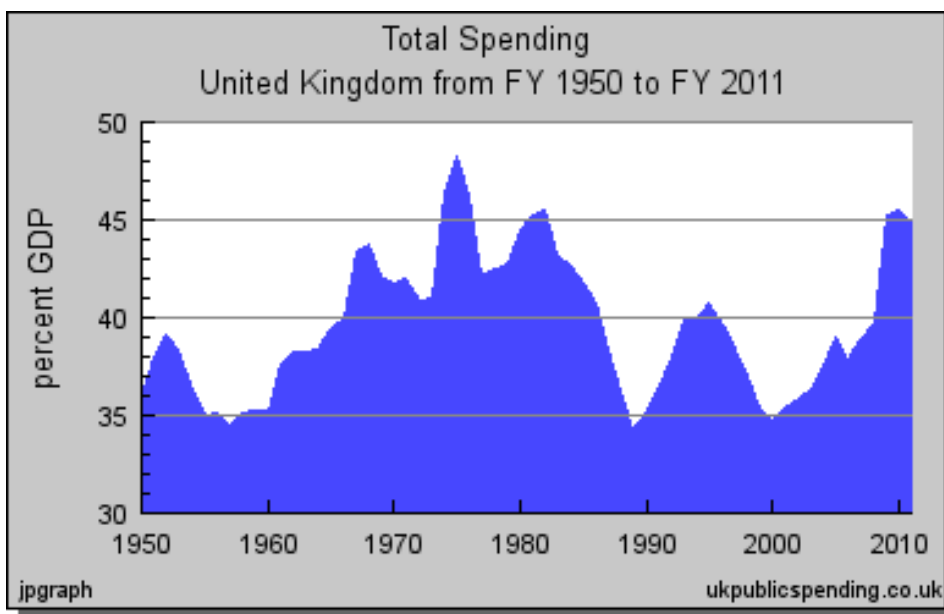
La politica fiscale espansiva attuata dal lato delle imposte non fu tuttavia compensata da alcuna riduzione della spesa pubblica: l'intenzione originariamente annunciata dal futuro presidente americano di ridimensionare il peso dello Stato nell'economia trovò una certa resistenza nel Congresso, tanto che i consistenti tagli delle spese – non militari – promessi non trovarono alcuna approvazione congressuale. Al contrario, l'incidenza della spesa federale durante i due mandati di Reagan (anni fiscali 1981-1988) raggiunse una media del 22,4% sul Pil, al di sopra della media del 20,6% dal 1970 al 2008. Reagan aumentò in maniera considerevole la spesa destinata alla difesa nazionale, la quale rappresentava il 4,9% del Pil nel 1980, e, dopo aver toccato livelli superiori al 6%, essa si stabilizzò al 5,8% nel 1988; inoltre, tale voce di spesa acquistò un'incidenza sempre maggiore nelle uscite governative (dal 22,7% della spesa federale al 27,3%, nel periodo 1980-1988).

Conseguentemente, il disavanzo di bilancio degli Stati Uniti, invece che ridursi, passò attraverso numerosi anni di ampi saldi negativi. Nel 1984, Reagan fu addirittura costretto a varare una manovra di contenimento del disavanzo primario – il *Deficit Reduction Act* – con il quale cancellò una parte della riforma fiscale implementata negli anni precedenti. Negli otto anni di presidenza repubblicana, il disavanzo annuale fu – *on average* – del 4,3%, al di sopra del livello medio registrato durante la presidenza Carter (2,4%).

Ronald Reagan non fu in grado di realizzare quelle misure di riduzione della spesa pubblica, che la sua "alleata" britannica Margaret Thatcher, invece, implementò nello stesso periodo. La "Lady di ferro" condivise con il presidente americano l'indirizzo politico liberista favorevole alla deregolamentazione dei mercati finanziari e alla privatizzazione dell'industria nazionale, ma concentrò l'azione riformatrice più sulla spesa che sul "tax cut". Durante gli anni thatcheriani, la *government spending* britannica venne ridotta da circa il 45% iniziale al 35% nel 1990 (fig. 3.1).

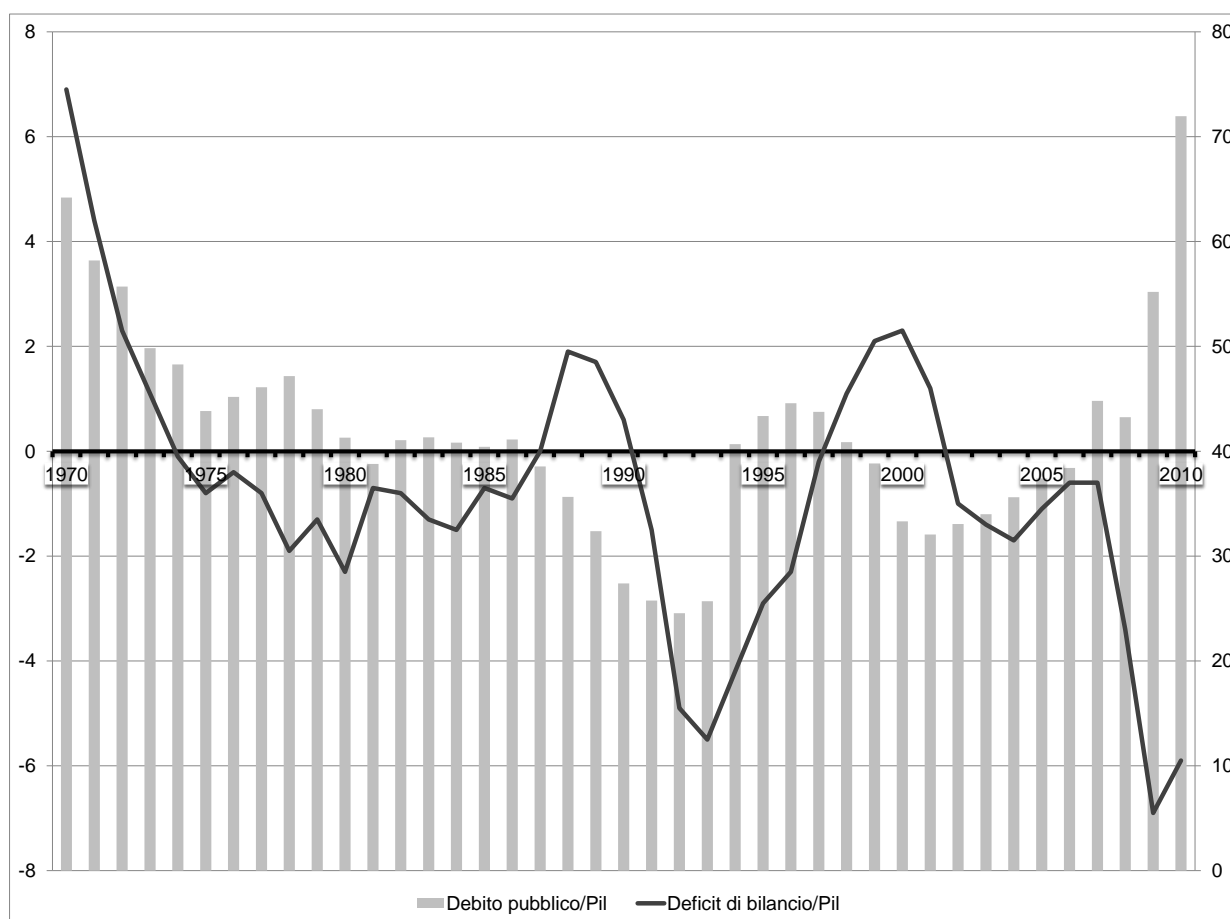
Questo permise al governo britannico di tenere in equilibrio le finanze statali e di non generare eccessivi disavanzi di bilancio: la Thatcher ereditò un deficit del 2,3 (in % sul Pil) nel 1980 e, dopo averne progressivamente eroso la consistenza, portò il *budget* inglese addirittura in positivo nel 1988 e 1989 (fig. 3.2). Grazie al contenimento dei disavanzi effettuato dal governo britannico, il Regno Unito fu forse l'unico paese occidentale nel quale non occorre alcun incremento del debito pubblico se non a partire dagli anni Novanta; il vero fattore scatenate del recente picco di debito britannico è indubbiamente individuabile nella crisi finanziaria globale del 2007-2008 e nella successiva recessione mondiale, mentre in molti altri paesi il debito/Pil risultava già alto prima dello scoppio della crisi.

Fig. 3.1: rapporto spesa pubblica/Pil del Regno Unito dal 1950 al 2010



Fonte: ukpublicspending.co.uk

Fig. 3.2: rapporto avanzo (o deficit)/Pil e debito/Pil del Regno Unito dal 1970 al 2010 (valori in percentuale)



Fonte: *Public Sector Finances Statistical Bulletin (Office for National Statistics)*

3.3 L'abbandono del *gold standard* e il rilassamento delle politiche monetarie

Nei primi anni Settanta si verificò un altro avvenimento che sarebbe stato irrimediabilmente destinato a modificare la storia economica moderna: il 15 agosto 1971 il presidente americano Richard Nixon annunciò, parlando in diretta televisiva, la cancellazione unilaterale della convertibilità dei dollari in oro: questa decisione sospese di fatto il sistema di cambi fissi che durava dal 1944 secondo le regole previste dalla Conferenza di Bretton Woods²³.

La svolta americana fu anticipata dall'abbandono del *gold exchange standard* da parte di Germania dell'ovest e Svizzera (maggio e aprile '71) e dalle pressanti richieste provenienti dall'Europa – in particolare dalla Francia – a onorare il diritto di riscatto dei propri dollari in oro. Prima del 1971, in

²³ Gli accordi di Bretton Woods, sulla scia della negativa esperienza della Grande depressione, avevano definito un sistema di norme e procedure per tenere sotto controllo la politica monetaria internazionale. Esso, in pratica, configurava un *gold exchange standard*, nel quale tutte le valute mantenevano rapporti di cambio stabili ed erano agganciate al dollaro, il quale a sua volta era convertibile in oro. Questo significava che la Banca centrale americana – il *Federal Reserve System* – si impegnava a convertire, in ogni momento, le banconote nel metallo prezioso secondo un rapporto di cambio fisso (35 dollari l'oncia per l'esattezza). Il dollaro diveniva pertanto la principale valuta di riserva, richiesta in tutti i pagamenti internazionali.

realtà, il sistema era già mutato sotto due aspetti, perdendo, di fatto, l'aggancio della moneta circolante con l'oro: «nel marzo 1968 il valore ufficiale dell'oro era stato separato da quello di mercato e, dopo tale provvedimento, la convertibilità del dollaro era poco più che formale; in secondo luogo, nel gennaio 1970 era stata introdotta una nuova facilitazione di riserva, cioè i diritti speciali di riserva» (BRI 1972, p. 36). La base aurea si era espansa a livello mondiale molto meno della liquidità in dollari e lo stock dell'oro mondiale era lentamente fuoriuscito dagli USA in favore di altri paesi: se i vari governi nazionali avessero chiesto di convertire le proprie riserve di dollari in oro, gli USA non avrebbero potuto in alcun modo far fronte alle loro richieste; «il sistema si reggeva appunto sul tacito accordo di non effettuare tale conversione» (Musu 2006, p. 88).

All'intensificarsi della pressione sulle riserve della *Federal Reserve*, si erano aggiunti nel frattempo delicati problemi interni, in parte collegati alla gestione della valuta:

- 1) problemi di deficit della bilancia commerciale, i quali sarebbero stati evitati con una svalutazione della valuta, impossibile nel sistema di cambi fissi del quale il dollaro era il perno fondamentale;
- 2) problemi di deficit di bilancio, diretta conseguenza dell'importante impegno finanziario profuso dagli USA nella Guerra del Vietnam.

Il fragile equilibrio sul quale si reggeva il sistema dei pagamenti internazionali si ruppe quindi, nei primi anni Settanta, quando gli attacchi speculativi e le minacce inflazionistiche si fecero sempre più insostenibili. All'abbandono del *gold standard*, deciso da Nixon senza consultare gli altri membri del sistema monetario internazionale, seguirono dei tentativi di riforma degli accordi di Bretton Woods che portarono allo *Smithsonian Agreement*, firmato a Washington nel dicembre del 1971: la moneta americana venne svalutata ad un valore di 38\$ per oncia d'oro con una banda di oscillazione del 2,25%, e quattro paesi facenti parte del Gruppo dei 10 – Belgio, Giappone, Germania e Paesi Bassi – accettarono di rivalutare la propria valuta rispetto al dollaro. Il compromesso raggiunto, però, non durò a lungo; la fuoriuscita di dollari dagli Stati Uniti verso le banche centrali estere non venne arrestata dalla svalutazione del '71²⁴, e il governo americano si trovò costretto a svalutare nuovamente il dollaro del 10% nel febbraio '73. Di fronte al fallimento degli Accordi di Washington e alla contestuale ondata di perturbamenti monetari, Giappone e Italia decisero di sganciare definitivamente le proprie valute dal dollaro e lasciarle fluttuare liberamente

²⁴ Secondo la 43a Relazione Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali, pubblicata nel 1973, il riallineamento deciso a Washington nel 1971 «non era riuscito di per sé a ripristinare né la fiducia nel dollaro, né, a maggior ragione, nel sistema monetario» (p. 23). La svalutazione del 7,9% del dollaro era stata considerata inadeguata da molti osservatori dell'epoca, data l'entità del problema costituito dalla bilancia dei pagamenti statunitensi; inoltre, alla svalutazione del dollaro non si era accompagnata alcuna manifestazione di politica monetaria e fiscale restrittiva, visto il momento di eccesso di disoccupazione che l'economia americana stava affrontando (BRI 1973).

mentre sei paesi membri della Comunità Economica Europea (Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi) restarono all'interno del cosiddetto "serpente monetario europeo", lasciando però al mercato la determinazione della posizione delle loro monete nei confronti del dollaro²⁵.

Dal 1973 pertanto, il sistema monetario internazionale ha adottato un regime di cambi flessibili basati su valute fiduciarie, le quali si fondano esclusivamente sulla fiducia riposta dai cittadini sulla capacità dello Stato di garantirne il valore e non risultano dunque ancorate ad alcun bene reale.

La scomparsa definitiva di qualsiasi legame della moneta circolante con l'oro e l'applicazione del sistema corrente di cambi flessibili sancì l'affrancamento finale dell'emissione di moneta dai vincoli a cui erano storicamente state sottoposte le banche centrali. Come anticipato nelle righe precedenti, il vincolo denaro-oro si era andato perdendo già negli anni anteriori all'annuncio ufficiale di Nixon, in quanto la proporzione di divise straniere presenti nelle riserve del sistema bancario, ed particolarmente in quelle della banca centrale, aveva raggiunto livelli mai toccati in passato (Roueff 1971). Il ripudio dei Patti di Bretton Woods, visto in una prospettiva storica, rappresenta dunque solo la conclusione di un lento e inesorabile processo di divergenza tra i movimenti di credito e i movimenti di oro, che ebbe il suo preludio nell'adozione del "sistema a cambio aureo", dove solamente i dollari risultavano convertibili in oro.

«But the opposition to the gold standard in any form — from a growing number of welfare-state advocates — was prompted by a much subtler insight: the realization that the gold standard is incompatible with chronic deficit spending (the hallmark of the welfare state).»

Alan Greenspan. "Gold and Economic Freedom" (1966)

All'abbandono del *gold standard* negli anni Settanta, dunque, seguì un ulteriore rilassamento delle politiche monetarie²⁶: le banche centrali non erano più tenute a difendere il tasso di cambio fisso con il dollaro, imposto da Bretton Woods, ma poterono liberamente creare base monetaria secondo le diverse necessità politico-economiche nazionali e stimolare il sistema produttivo attraverso

²⁵ La Gran Bretagna aveva già deciso di lasciar fluttuare la propria moneta nel giugno 1972 per la necessità di far fronte alle ingenti vendite di sterline che si erano verificate in quel periodo. Il deprezzamento della sterlina finì per rendere più debole l'effettiva svalutazione subita dal dollaro l'anno precedente e per aggravare il clima di incertezza sul mercato dei cambi.

²⁶ Negli Stati Uniti ad esempio, già a partire dal dicembre 1971 l'allora presidente della *Federal Reserve* Arthur Burns soccombette alle pressioni politiche, riducendo il tasso di sconto e accelerando l'espansione dell'offerta di moneta.

manovre sui tassi di interesse. Le politiche monetarie sostanzialmente espansive che si verificarono a livello globale inaugurarono quindi un periodo di basso costo del denaro, favorevole all'indebitamento pubblico e privato – circostanza, tuttavia, che non sarebbe resistita molto a lungo. Presto difatti, le politiche monetarie, volte a generare piena occupazione²⁷, ma anche a finanziare gli alti disavanzi delle amministrazioni pubbliche, posero le basi per la Grande Inflazione degli anni Settanta: nel 1973, spinto dal primo shock petrolifero, il livello dei prezzi negli USA raddoppiò, passando dal 3,2% al 6,1% per poi toccare un picco dell'11% l'anno successivo; nel 1980 infine, l'inflazione superò addirittura quota 14%. Quello che è generalmente considerato come uno dei più grandi fallimenti della politica macroeconomica americana nel dopoguerra (Mayer 1998) determinò un inedito cambiamento della teoria economica dominante e, in ultima istanza, delle regole che la *Federal Reserve* e le banche centrali di tutto il mondo occidentale successivamente seguirono nell'implementazione della politica monetaria.

Analizziamo nel prossimo paragrafo, le politiche monetarie che vennero adottate negli Stati Uniti e in Europa per far fronte all'ondata inflazionistica degli anni Settanta. Ci soffermeremo, in seguito, sugli effetti che tale scelta ebbe sull'andamento dei debiti sovrani.

3.4 L'indipendenza delle banche centrali e la fine della repressione finanziaria

Come abbiamo anticipato nel paragrafo precedente, l'abbandono del sistema di cambi fissi verificatosi a cavallo degli anni 1971-1973 eliminò definitivamente il freno all'espansione della base monetaria, che negli anni precedenti era stato costituito de facto dal collegamento con l'oro. Di fronte alla spirale inflazionistica che turbò le economie mondiali negli anni Settanta, la soluzione trovata dai governi fu essenzialmente quella di delegare l'emissione della moneta a istituzioni indipendenti, che avessero come mandato il controllo dei prezzi. Era questo un modo per introdurre «un metodo di finanziamento del disavanzo pubblico meno inflazionistico di quello che era stato usato fino ad allora» (Musu 2006, p. 100); posti di fronte al fatto che un aumento del deficit avrebbe comportato maggiori costi in termini di spese per interessi, i governi sarebbero stati indotti a scelte di politica fiscale più responsabili e soprattutto più sostenibili nel lungo periodo.

²⁷ La *stance* monetaria espansiva, cominciata secondo alcuni autori già prima del 1971, soggiacque alla nuova teoria nota come curva di Phillips secondo la quale alti tassi di inflazione erano collegati a bassi tassi di disoccupazione; la veridicità di questa relazione venne presto messa in dubbio dal diffondersi della "stagflazione" – una fase di ciclo economico contraddistinta sia da alta inflazione che da elevata disoccupazione – e dagli studi di un gruppo di economisti, guidati da Milton Friedman.

Uno degli storici sostenitori del *gold standard*, Alan Greenspan, ha recentemente affermato che l'attenzione delle autorità monetarie sul "targeting inflation", in realtà, porta le stesse banche centrali ad un comportamento simile a quello che vigeva sotto il regime di convertibilità della moneta in oro – senza le forti limitazioni a cui esso sottoponeva la politica economica dei governi nazionali (Paul 2009). Una posizione simile era già stata formulata in passato dall'economista Robert Barro (1979), il quale rileva l'importanza di assumere una qualche forma di "monetary constitution" per la stabilità e la coerenza delle politiche monetarie nel tempo – disciplina che può prendere la forma di un sistema aureo, o basato su altre materie prime, ma anche di valuta fiduciaria con regole fisse per la determinazione della quantità di moneta (qual è ad esempio l'obiettivo del controllo dei prezzi).

La decisione dei governi occidentali di svincolare la politica monetaria da quella fiscale, dunque, rappresenta un tentativo di "legarsi le mani" ai fini del perseguimento di politiche anti-inflazionistiche drastiche, altrimenti non attuabili per la carenza di coerenza temporale dell'azione politica. L'erosione di una fonte rilevante di *revenues* (quella da signoraggio) doveva, infine, trasformarsi «da elemento negativo di costo ad incentivo positivo per il risanamento [fiscale]» (Marinelli 2011, p. 153).

La storia, purtroppo, andò diversamente; anzi, tra il 1980 e il 1990 la spesa pubblica in percentuale sul Pil aumentò ancora, e non solo per il maggior peso degli interessi sul debito²⁸.

L'indipendenza delle banche centrali ha seguito diversi percorsi, in quanto diversi erano i punti di partenza dal punto di vista giuridico e soprattutto reale.

Negli Stati Uniti, la banca centrale aveva acquisito l'indipendenza ufficiale dal potere esecutivo già nel 1951, grazie all'accordo tra Tesoro e *Fed*. Durante il decennio precedente al cosiddetto "Accord of 1951", la *Federal Reserve* aveva spesso agito per soddisfare le necessità governative di finanziare gli enormi costi derivanti dalla Seconda guerra mondiale. Il Tesoro americano, per sostenere le spese belliche, fortemente in eccesso rispetto alle entrate fiscali federali, aveva bisogno che il tasso di interesse sui titoli governativi fosse mantenuto basso; tale visione era supportata dalla *Fed*, che, guidata forse più dal fervore patriottico che dalla lungimiranza politica, decise di non far mancare ai cospicui deficit che andavano accumulandosi una leva fondamentale di finanziamento²⁹ (Bach 1971). La Riserva Federale americana agì da acquirente residuale per prevenire che i prezzi

²⁸ Abbiamo già analizzato nel par. 3.2 il caso statunitense, nel quale i deficit continuarono ad essere creati anche sotto la presidenza Reagan (anzi aumentarono per la diminuzione delle tasse) e l'esperienza britannica, dove il primo ministro Margaret Thatcher riuscì, come pochi altri nella storia recente, a ridurre le spese e sostanzialmente a controllare l'andamento dei rapporti deficit/Pil e debito/Pil (fig. 3.2).

²⁹ Nell'aprile del 1942, la Fed annunciò che avrebbe mantenuto il tasso sui titoli di Stato trimestrali allo 0,375% e lo fece per i seguenti 5 anni.

dei *bond* calassero (e i tassi salissero); facendo questo ovviamente la *Fed* aumentava automaticamente le riserve del sistema bancario, determinando un'espansione dell'offerta di moneta. Nei primi anni del dopoguerra la *Federal Reserve* non modificò la propria politica di finanziamento per evitare effetti negativi sugli investimenti post-guerra, ma nel 1951, con la recessione ormai alle spalle e i primi segnali di inflazione, Tesoro e Riserva Federale giunsero, non senza contrasti politici, all'accordo sopracitato: la *Fed* non era più tenuta, legalmente, a supportare il prezzo dei *government bonds*.

L'*Accord of 1951*, tuttavia, diede veramente alla banca centrale statunitense una piena autonomia dal governo nel condurre la politica monetaria?

Sicuramente, dal punto di vista legale, la *Fed* divenne un ente sostanzialmente indipendente dal potere esecutivo, ma la politica fiscale dei governi centrali continuò, almeno in parte, ad influenzare le scelte di politica monetaria.

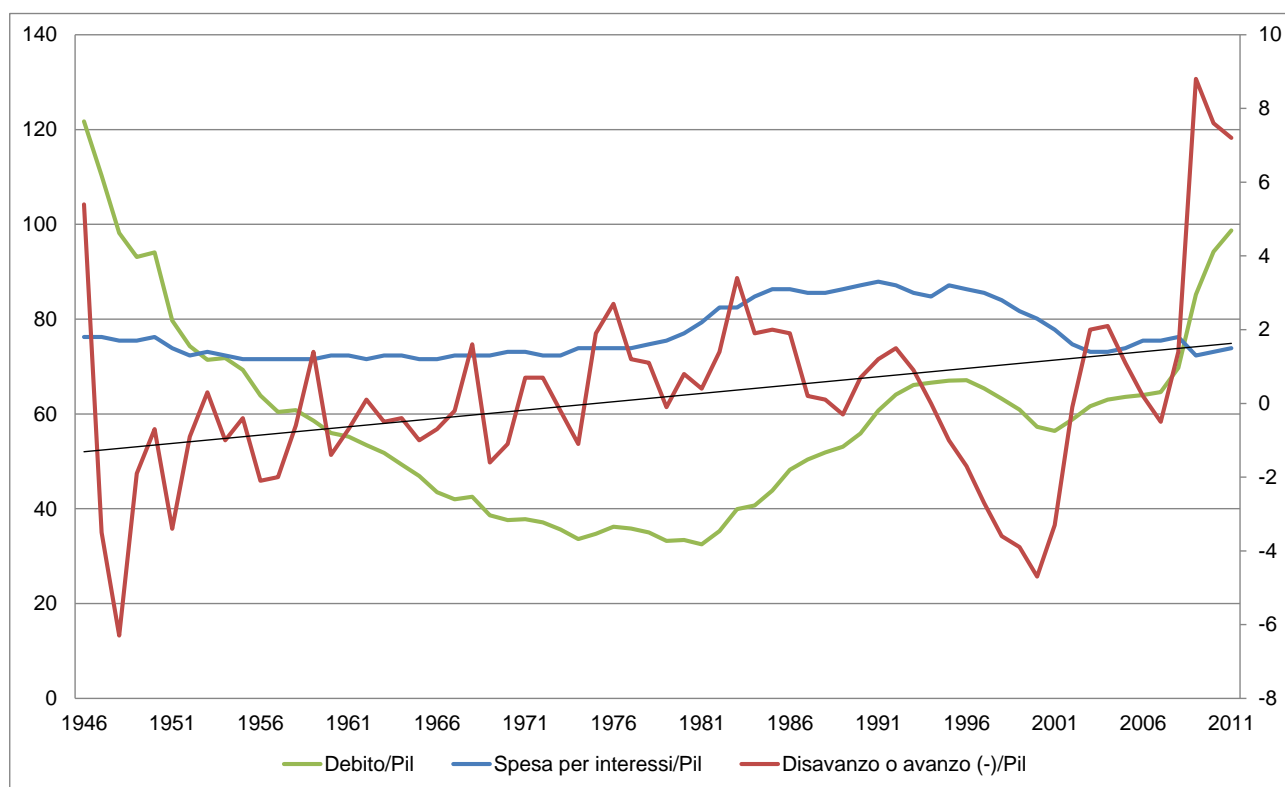
Secondo gli indici creati recentemente da Crowe e Meade (2007), l'indipendenza de jure della *Fed* non ha conosciuto alcuna variazione negli Stati Uniti negli ultimi cinquant'anni. Se consideriamo invece, il grado di indipendenza de facto della *Fed*, ci sono state modificazioni, anche rilevanti, a partire dal 1951. Meltzer (2009) riassume la storia monetaria recente degli USA in tre periodi, contrassegnati da diversi gradi di autonomia monetaria: secondo la sua visione, condivisa anche da Taylor (2011), negli anni Sessanta e Settanta la *Fed* sacrificò la sua indipendenza concorrendo a creare il boom inflazionistico, la riguadagnò negli anni Ottanta e Novanta sotto le presidenze Volcker e Greenspan, e la sacrificò di nuovo cooperando col Tesoro a partire dal 2000.

La svolta più decisa nella storia monetaria americana fu dunque impressa dal sopracitato Paul Volcker, nominato "Chairman" dal presidente Carter nel 1979 e poi confermato da Reagan nel 1983. Il governatore della *Fed* riuscì a garantire un alto grado di autonomia politica all'istituzione che fu chiamato a guidare e persistette nella *policy* anti-inflazionistica fino alla stabilizzazione permanente del livello dei prezzi. Alla radice del successo di Volcker, ci fu la credibilità che la sua *stance* monetaria guadagnò nei primi anni Ottanta, quando, di fronte alla crescita del tasso di disoccupazione e alla riduzione della produzione con cui dovette fare i conti l'economia americana, il governatore della *Fed* insistette, senza esitazione, nel suo programma disinflattivo. Quello che Taylor (2013) ha definito «a move from go-stop policies ... to more predicatble rule-like policies» (p. 4) fu alla base del movimento dell'economia mondiale dall'instabilità degli anni Settanta alla cosiddetta "Great Moderation"³⁰ ma ebbe anche delle ripercussioni sulla struttura e la sostenibilità del debito pubblico.

³⁰ Per *Great Moderation* si intende quel periodo storico che ha visto sensibilmente ridursi la volatilità delle fluttuazioni del ciclo economico, iniziato a metà degli anni Ottanta e conclusosi con la Grande Crisi odierna.

L'effetto immediato della svolta monetarista che accomunò sostanzialmente tutti i paesi sviluppati nei primi anni Ottanta fu l'esplosione dei tassi di interessi reali sul debito, per l'effetto congiunto della crescita dei tassi nominali e la diminuzione dell'inflazione³¹. Negli Stati Uniti, la spesa per interessi passò dall'1,9% del Pil nell'anno fiscale 1980 al 3,1% nel 1985. L'incremento di questa voce del *budget* del governo americano, tuttavia, non fu nemmeno in parte contrastata da un andamento opposto del disavanzo primario; anzi, le politiche fiscali reaganiane accumularono deficit più ampi del decennio precedente (fig. 3.3).

Fig. 3.3: andamento di disavanzo (o avanzo)³² primario, spesa per interessi e debito negli USA (valori in percentuale rispetto al Pil)



Fonte: “*Historical Tables: Budget of US Government*” (Office of Management and Budget)

Se negli anni Settanta i disavanzi di bilancio realizzati dalle amministrazioni pubbliche – presi nel loro valore reale rispetto al Pil – erano stati in parte erosi dall'effetto congiunto della politica monetaria accomodante, delle sorprese inflazionistiche e della crescita sostenuta della produzione, gli albori degli anni Ottanta videro l'effetto di questi fattori affievolirsi e il valore di stato

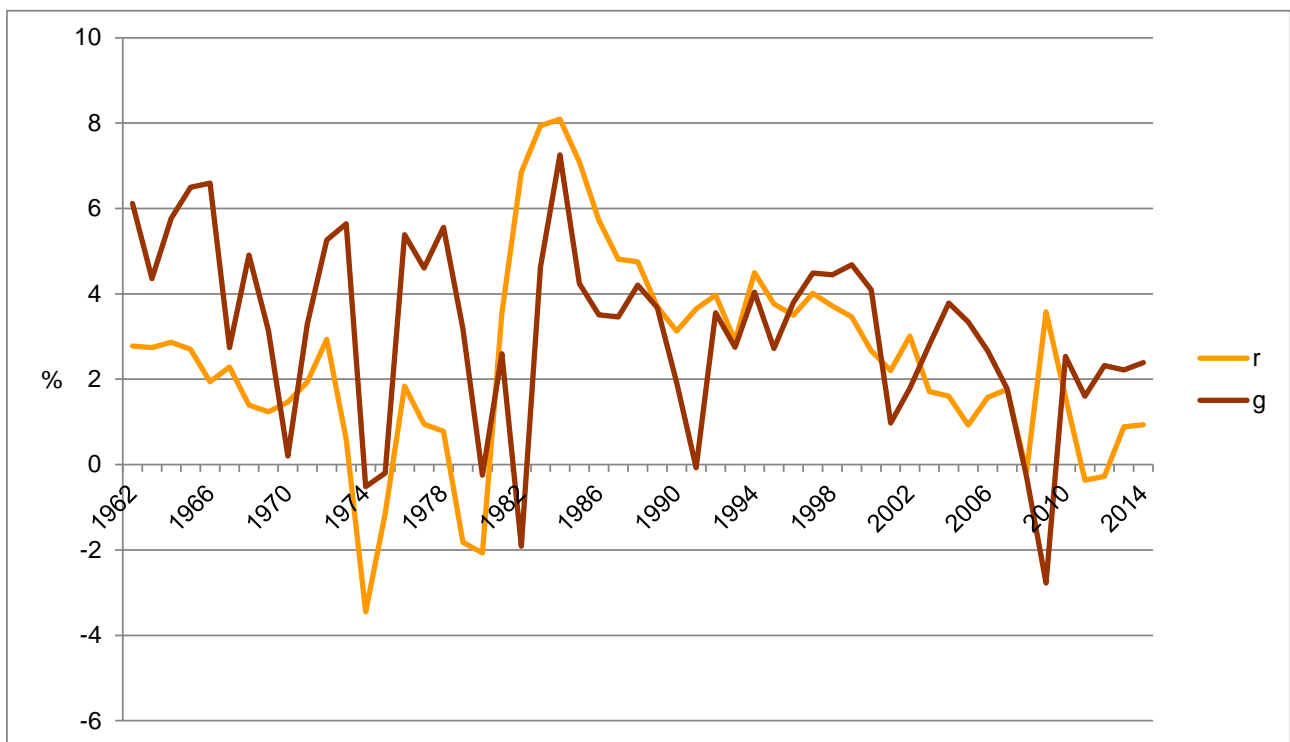
³¹ Nella fig. 3.4, utilizzeremo proprio il tasso di interesse reale sui titoli governativi a media-lunga scadenza (10 anni) come *proxy* del costo medio del debito.

³² Sono stati invertiti i segni del saldo primario per facilitare l'individuazione del trend crescente del deficit nel grafico riportato.

stazionario del rapporto debito/Pil $b = \frac{d}{g-r}$ incrementare pericolosamente. Mentre l'economia americana iniziava a soffrire un rallentamento dei tassi di crescita, la mutata *stance* monetaria della *Federal Reserve* volckeriana determinò una netta inversione dei tassi di interesse reali (fig. 3.4).

L'ovvia conseguenza di questo mutamento economico-politico fu che il rapporto debito/Pil americano tornò a crescere per la prima volta dopo la fine del secondo conflitto mondiale. Da questo momento in poi, quindi, il debito statunitense non si discosterà più da questo sentiero di espansione, se non nei primi anni Novanta in seguito al boom della "New economy" e agli ampi avanzi primari accumulati dall'amministrazione Clinton.

Fig. 3.4: tasso d'interesse reale e tasso di crescita del Pil americano



Fonte: nostre elaborazioni su dati *FRED*.

Nel Vecchio continente, il fenomeno dell'alta inflazione fu contrastato in maniera analoga agli Stati Uniti dando maggiore autonomia alle banche centrali. In Europa, questo indirizzo politico si accompagnò da subito al processo di integrazione e unificazione monetaria dei rispettivi stati membri dell'Unione Europea. I governi europei si mostrarono disposti ad accettare la perdita del controllo sulle autorità monetarie, come soluzione al periodo inflazionistico degli anni Settanta. Francia (1973) e Italia (1981), tra le altre, sollevarono le proprie banche centrali dall'obbligo di garantire in asta il collocamento integrale dei titoli di Stato. L'entità dei tassi d'interesse sul debito sarebbe dipeso esclusivamente dalla domanda di mercato dei titoli, e non dalla domanda

“automatica” espressa dalle autorità monetarie.

Il cosiddetto “modello Bundesbank”, sancito nel Trattato di Maastricht, sarà definitivamente stabilito a livello europeo con il trasferimento delle funzioni di politica monetaria alla Banca centrale europea il 1° gennaio 1999. Il principio dell’indipendenza politica e operativa della BCE è stato, per altro, ribadito dalle successive modifiche della legislazione europea portate dal Trattato di Lisbona nel 2007.

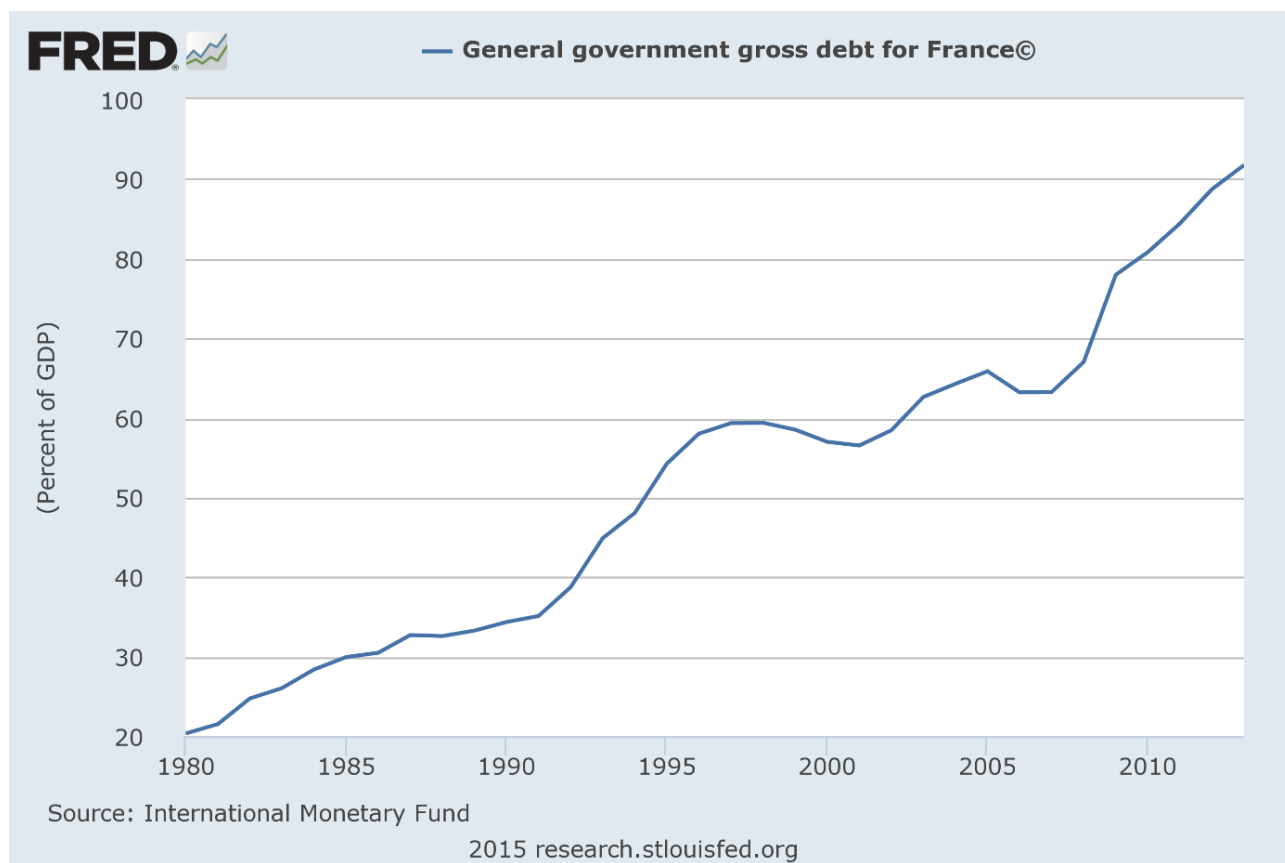
«Nell’esercizio dei poteri e nell’assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto del SEBC e della BCE, né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell’Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell’Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell’assolvimento dei loro compiti.»

Articolo 130 del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (ex articolo 108 del TCE)

Le ripercussioni sui debiti pubblici europei furono simili a quelle descritte per gli Stati Uniti, a seconda della differente valutazione del rischio-paese fatta dagli investitori e della diversa politica fiscale implementata dai governi centrali.

Vista la difficoltà nel reperire i dati relativi alle finanze pubbliche tedesche e alla possibilità che la riunificazione del 1989 possa aver influenzato l’andamento delle variabili economiche da noi considerate, vi presentiamo l’andamento delle variabili di nostro interesse in Francia, la quale dal 1980 al 2010 ha visto il suo debito pubblico passare dal 20% a più dell’80% (fig. 3.5).

Fig. 3.5: rapporto debito pubblico/Pil per la Francia dal 1980

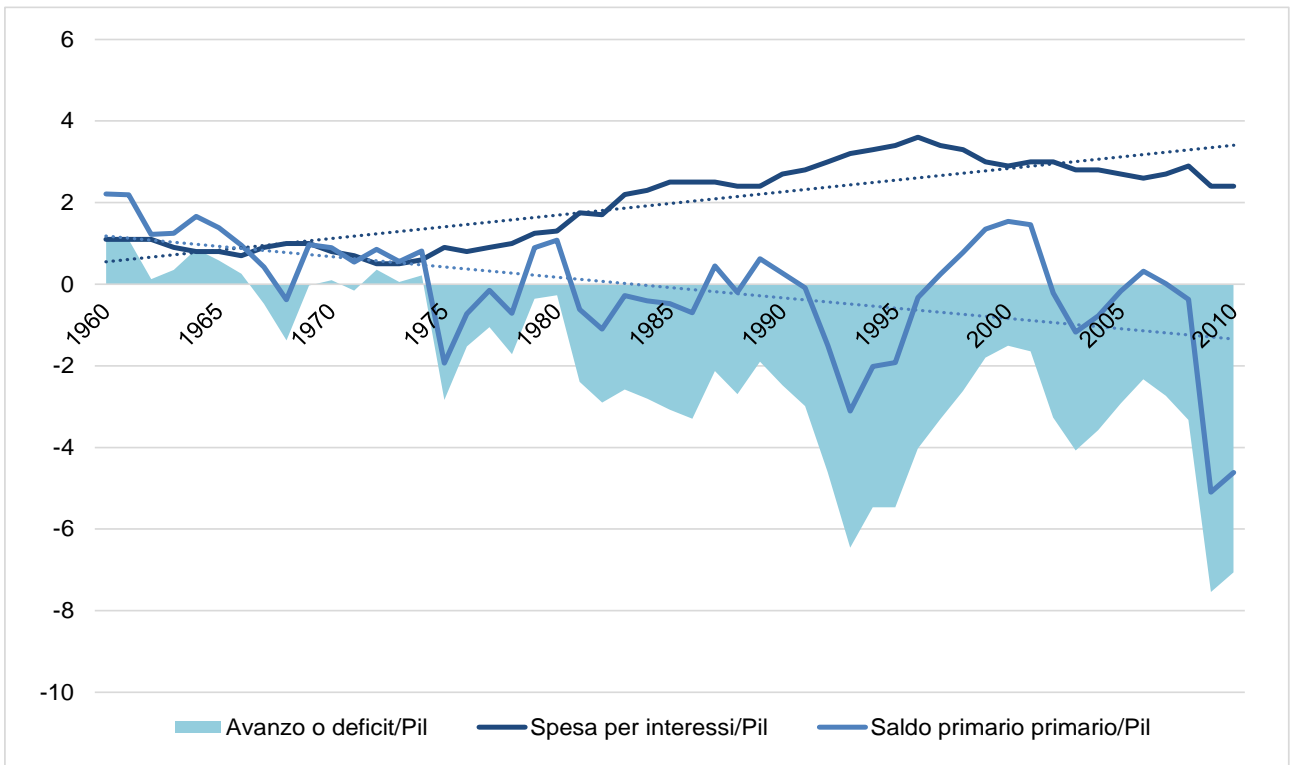


Fonte: *FRED*

Come si può apprezzare dai grafici successivamente riportati, a partire dai primi anni Ottanta la Francia ha conosciuto un netto peggioramento della dinamica del deficit pubblico, trainata in parte da una maggiore propensione al disavanzo primario (alcuni anni, comunque, il governo francese riuscì a produrre degli avanzi) e in parte dal crescente peso degli oneri finanziari – i cui tassi di interesse non erano più tenuti “artificialmente” bassi dall’intervento della banca centrale³³.

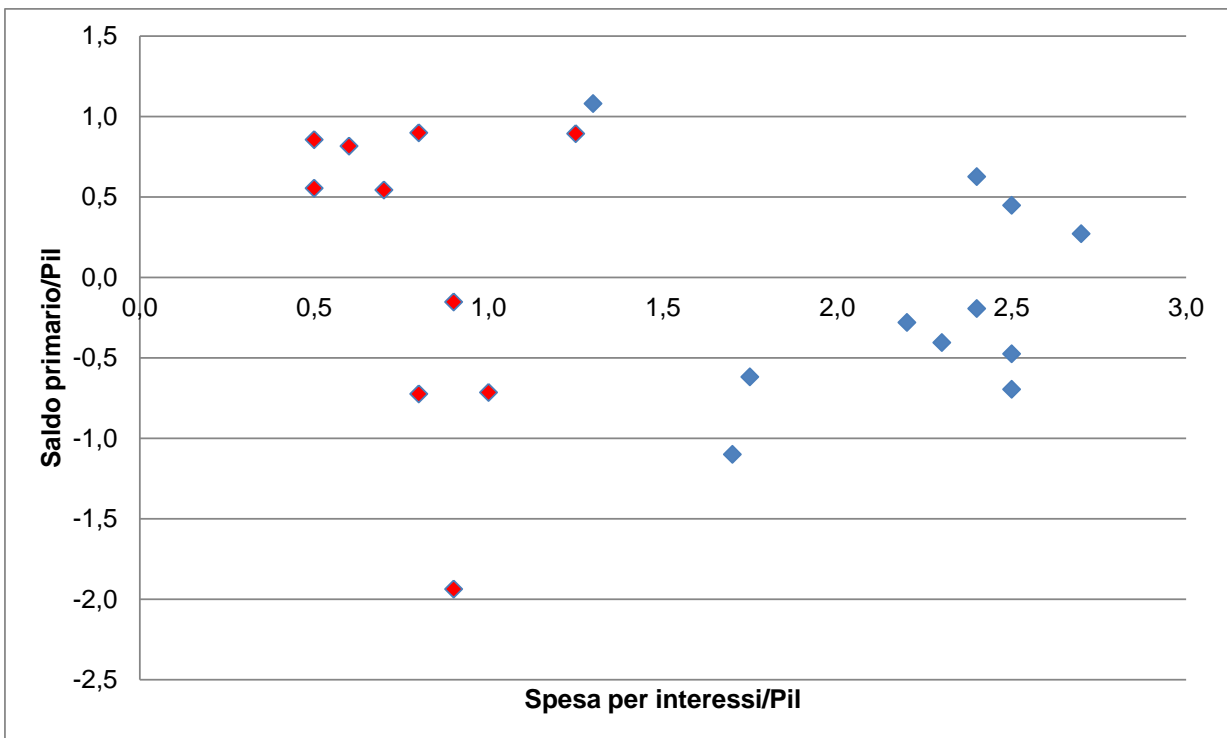
³³ Nel 1973, la cosiddetta legge Pompidou-Giscard riformò lo statuto della *Banque de France* ponendo un freno “legale” alla monetizzazione diretta del debito pubblico (ma non agli interventi sul mercato secondario). La totale autonomia *de jure* della banca centrale francese sarà sancita solo con la “loi no 93.980 du 4 août 1993”, promulgata in occasione della firma del Trattato di Maastricht.

Fig. 3.6: spesa per interessi, saldo primario e avanzo o deficit di bilancio per la Francia (valori espressi in % sul Pil)



Fonte: INSEE

Fig. 3.7: spesa per interessi/Pil e saldo primario/Pil in Francia nel decennio 1970 (punti rossi) e 1980 (punti blu)



Fonte: INSEE

Non si vuole con ciò argomentare che la scelta politica di emancipare le banche centrali dal diretto controllo dei governi sia la causa diretta dell'aumento dei debiti sovrani europei. Questa scelta fu concordemente necessaria ad eliminare il fardello dell'inflazione che tanto aveva condizionato le economie avanzate negli anni Settanta; ciononostante, essa determinò degli sforzi, o meglio dei costi (come già più volte sottolineato, i governi preferirono l'indebitamento alla restrizione fiscale, lasciando in eredità alle generazioni future il carico di questo onere) in termini di elevati tassi di interessi e, quindi di aggravamento del debito pubblico (Acocella 2005).

È indubbio che il cambio di tendenza dell'indebitamento pubblico, verificatosi negli anni Ottanta, sia principalmente connesso al «venir meno della possibilità di finanziare gli elevati disavanzi ereditati dal decennio precedente a tassi d'interesse notevolmente inferiori al ritmo di crescita dell'economia» (Galli e Giavazzi 2012, p. 277). Fondamentale leva di questo cambiamento fu il venir meno del signoraggio, definito come il risparmio di interessi che deriva allo stato, per il tramite della banca centrale, dal detenere il monopolio dell'emissione di moneta.

Nell'equazione della dinamica del debito, “ $r-g$ ” (il tasso di interesse meno quello di crescita) è cominciato a salire dai primi anni '80 nella generalità dei paesi industrializzati: se negli anni Settanta, i tassi reali erano stati negativi in molti paesi e in pochissimi avevano superato il 2%, mentre la crescita media dell'area Ocse era stata superiore al 4,5%, nel decennio successivo si assistette quasi ovunque ad aumenti dei tassi reali compresi fra il 3 e il 5%, mentre il tasso di crescita si fermò circa al 3% di media (ibidem).

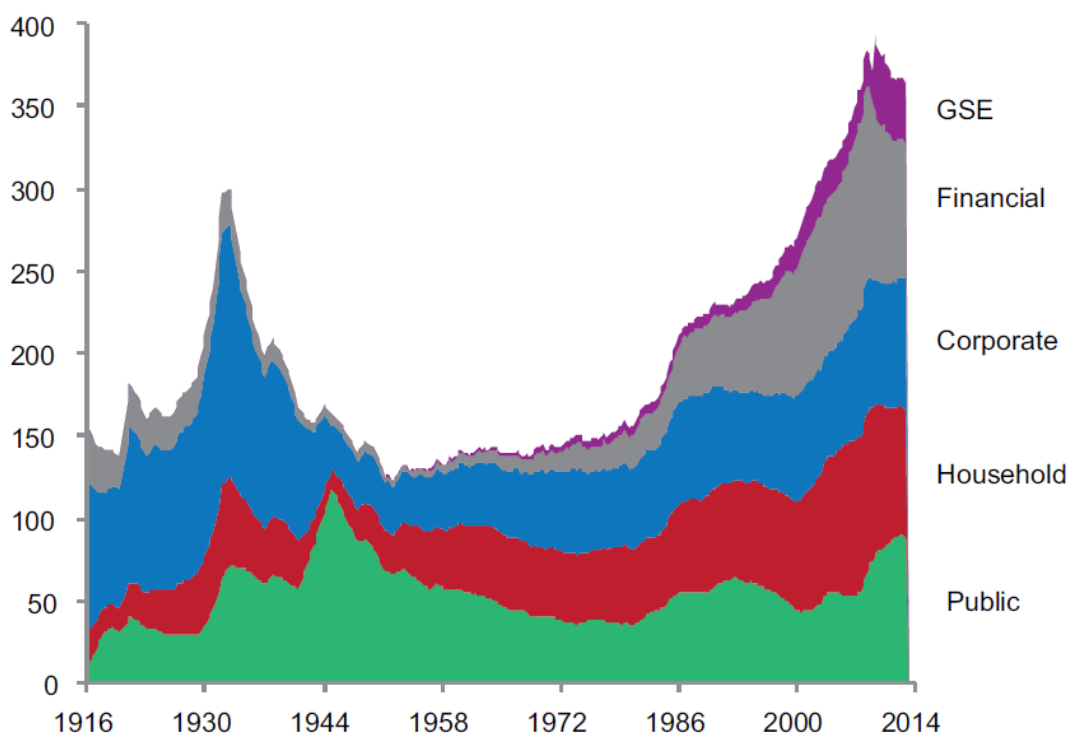
3.5 Lo sviluppo della finanza e la trappola del debito

La riforma del *modus operandi* delle banche centrali si inserisce in un decennio di progressiva liberalizzazione del mercato dei capitali e di forte innovazione finanziaria. Secondo alcuni osservatori, tale riforma sarebbe stata comunque introdotta sotto la spinta dei fenomeni appena citati (e per questo fu accettata dalla maggior parte dei governi occidentali). La svolta monetarista può quindi essere considerata come «il primo atto di un processo di abbattimento di vincoli amministrativi verso una strategia di politica monetaria orientata al mercato e di una politica di finanziamento del debito, ugualmente liberalizzata» (Marinelli 2011, p. 135).

La *deregulation finanziaria*, avviata nel mondo anglosassone e poi recepita anche dall'Unione Europea, preparò il campo per una vera e propria rivoluzione dell'economia mondiale, all'interno della quale gli investimenti finanziari hanno acquisito un'importanza crescente, apparendo spesso preferibili rispetto a quelli produttivi. L'indebitamento sovrano rappresenta solo una faccia del *debt overhang* odierno: l'indebitamento aggregato – espresso in rapporto al Pil – ha raggiunto nel 2014 il

suo massimo storico, ancora più elevato rispetto a quello toccato durante la crisi del '29 (ICMB 2014); vedi fig. 3.7.

Fig. 3.7: debito totale degli USA, diviso per settore (in % of GDP)



Source: Authors' calculations based on national accounts data.

Fonte: "Geneva Report 16-2: Deleveraging? What Deleveraging?" (p. 37)

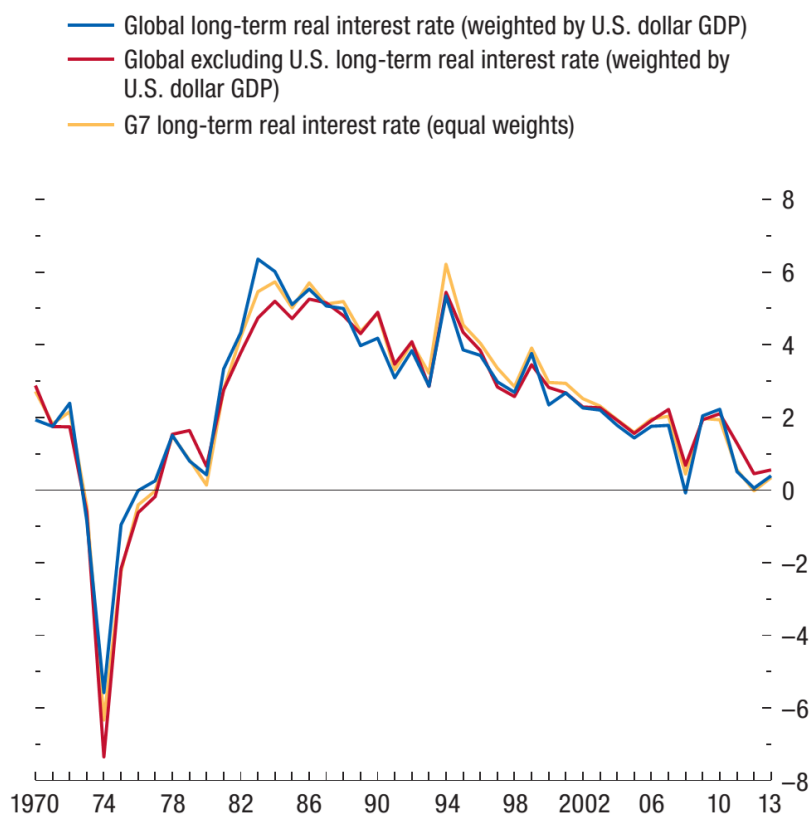
Lo sviluppo dei mercati finanziari, promosso dalle riforme "liberiste", ha generato dunque una maggiore richiesta di credito da parte degli operatori economici: una nuova platea di investitori (banche, assicurazioni, altri Stati sovrani) disposti a finanziare i persistenti disavanzi degli Stati sovrani, a tassi di interesse col tempo più bassi. Azzimonti, de Francisco e Quadrini (2012) hanno mostrato, attraverso l'utilizzo di un modello politico-economico "multicountry", che i governi scelgono livelli di debito pubblico più alto quando i mercati finanziari diventano più integrati (e quando crescono le diseguaglianze reddituali). Il meccanismo centrale è, secondo gli autori, l'elasticità del tasso di interesse all'offerta di debito. In un mondo globalizzato, la domanda e l'offerta di debito pubblico non provengono solo dagli agenti nazionali (investitori e governi), ma anche dalle loro controparti straniere. Pertanto, quando i governi non possono coordinare le loro azioni, ogni singolo paese deve affrontare una minore elasticità del tasso di interesse per l'offerta del proprio debito pubblico. Dal momento che il tasso di interesse è meno sensibile al debito di quel paese, i governi hanno quindi più incentivo ad aumentare l'indebitamento.

Allo stesso tempo, elevati livelli di *income inequality* si associano a rischi meno assicurabili e

possono portare ad aumenti della domanda di *safe assets* e quindi stimolare l'indebitamento pubblico.

La possibilità di finanziarsi in maniera relativamente facile ha portato i governi a preferire l'emissione di nuovo debito all'aumento delle tasse (o alternativamente a tagli della spesa). All'incentivo politico al ricorso al deficit, il quale fa apparire meno oneroso ai contribuenti il finanziamento della spesa pubblica³⁴, si è aggiunto nel tempo anche uno stimolo economico costituito dalla riduzione dei tassi d'interesse reali a livello globale (fig 3.8).

Fig. 3.8: tassi di interesse reali di lungo termine “globali”



Sources: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; IMF, International Financial Statistics database; Organization for Economic Cooperation and Development; World Bank, World Development Indicators database; and IMF staff calculations.

Note: G7 comprises Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, and United States.

Fonte: “*IMF World Economic Outlook*” (p.106)

³⁴ È questa una delle tesi centrali del pensiero del premio Nobel James M. Buchanan, uno dei maggiore esponenti della teoria della “public choice”, le cui opere si sono spesso soffermate sulla preferibilità dell'indebitamento rispetto alla tassazione da parte dei responsabili politici, la quale ha generato un'asimmetria storica nella formazione di bilanci in passivo. Vedi, ad esempio, “Democracy in deficit. The Political Legacy of Lord Keynes” (1977), scritta insieme a Richard Wagner.

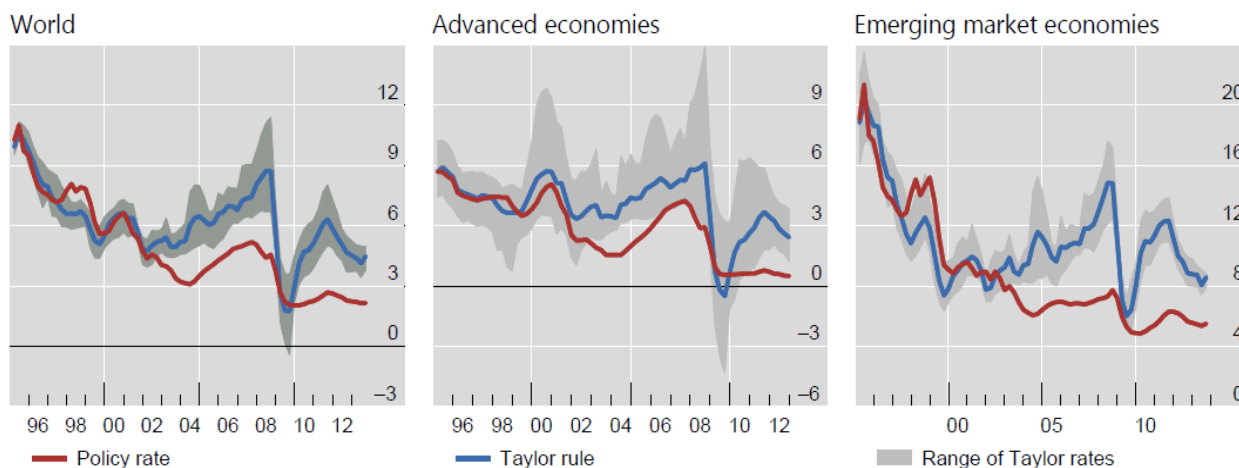
Dopo aver toccato il loro picco nei primi anni Ottanta, spinti dalla politica disinflazionistica delle banche centrali, i tassi di interesse reali hanno imboccato una lenta ma continua discesa, giungendo in territorio leggermente negativo negli ultimi tempi. Tale discesa ha accomunato la maggior parte del mondo sviluppato, in quanto l'integrazione economica e finanziaria è accresciuta sufficientemente negli ultimi trent'anni condizionando l'andamento dei tassi di interesse a fattori comuni (IMF 2014). Secondo la visione prevalente, la tendenza al ribasso è dovuta alla caduta dei tassi "naturali", veicolata da cambiamenti nella propensione al risparmio e all'investimento. Concause della flessione del tasso d'equilibrio, determinato dalla domanda e l'offerta di finanziamenti sono stati l'aumento del risparmio in molte economie emergenti (in particolare, in Cina dopo la crisi asiatica del 1997), il trend demografico di invecchiamento della popolazione, e infine le disparità economiche esistenti in molte nazioni, con una crescente quota dei redditi destinati alla parte più ricca della popolazione, la quale detiene una maggiore propensione al risparmio (Sveriges Riksbank 2014).

Alcuni studiosi, facenti riferimento principalmente alla *Bank for International Settlements*, hanno inoltre osservato che, a partire dal 2000, il *policy rate* applicato dalla *Federal Reserve* ha avuto una chiara deviazione da quello che sarebbe stato implicato dalla semplice applicazione della *Taylor rule*: la politica monetaria americana ha creato, cioè, un ulteriore "easing bias" all'indebitamento negli Stati Uniti e quindi – attraverso i suoi *spillover* – nel resto del mondo (Hannoun 2014). Anche Borio e Disyatat (2014) hanno riconosciuto nelle azioni ultra-accomodanti della politica monetaria una leva fondamentale nella definizione dei tassi di interessi negli ultimi anni: cercando di stimolare l'economia con un basso costo del denaro, tuttavia, le banche centrali potrebbero finire per incoraggiare ulteriormente l'assunzione di debito e aggravare il problema che si prefiggevano di risolvere.

«Policy does not lean against the booms but eases aggressively and persistently during busts. This induces a downward bias in interest rates and an upward bias in debt levels, which in turn makes it hard to raise rates without damaging the economy – a debt trap.»

BIS 84th Annual Report – June 2014

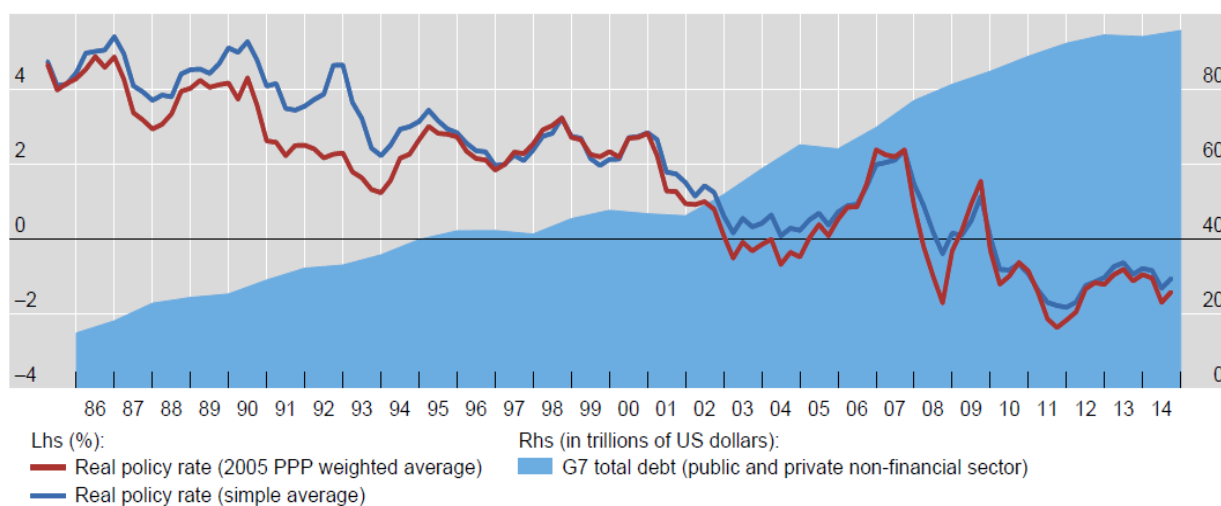
Fig. 3.9: «Taylor rule and policy rates» (Hannoun 2014, p.5)



¹ Weighted average based on 2005 PPP weights. "Global" comprises the economies listed here. Advanced economies: Australia, Canada, Denmark, the euro area, Japan, New Zealand, Norway, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. Emerging market economies: Argentina, Brazil, China, Chinese Taipei, the Czech Republic, Hong Kong SAR, Hungary, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Peru, Poland, Singapore, South Africa and Thailand.

Fonte: "BIS Quarterly Review, September 2012" (pp. 37-49)

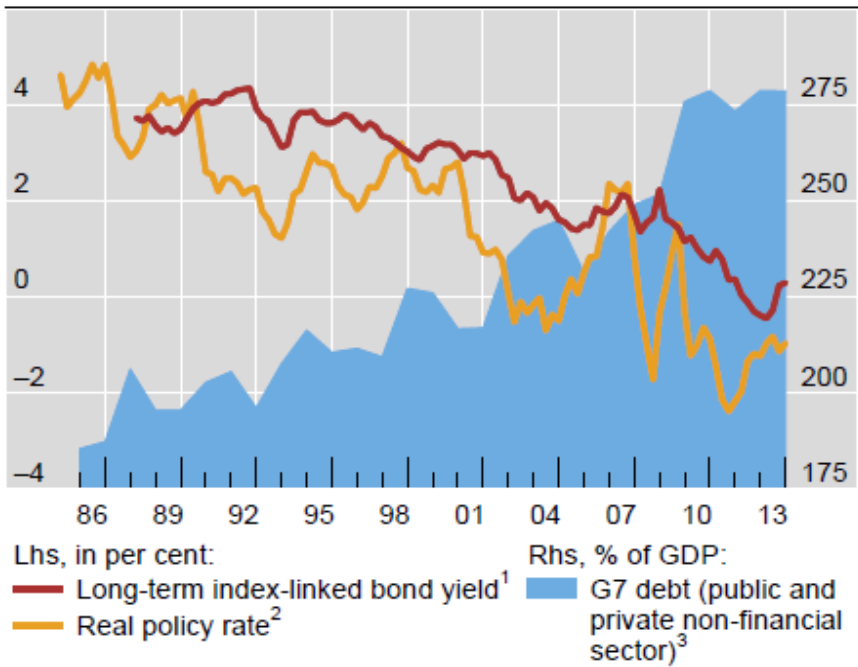
Fig. 3.10: «G7 total debt and real policy rate» (Hannoun 2014, p.5)



Note: 2014 data refer to Q1 or Q2.

Fonti: FMI, OCSE, database BRI sul credito privato, dati nazionali

Fig. 3.11: «Low interest in a time of debt» (Borio e Disyatat 2014)



¹ From 1998; simple average of France, the United Kingdom and the United States; otherwise only the United Kingdom.

² Weighted averages for G7 economies based on 2005 GDP and PPP exchange rates. ³ Sum across G7 countries converted to USD at market exchange rates.

Fonti: FMI, dati nazionali e stime BRI

Conclusioni

Riassumendo quanto detto finora, a partire dagli anni Settanta e Ottanta del Novecento – per la prima volta nella storia economica moderna – la spinta all’indebitamento scaturì dall’espansione della spesa non militare (e, ovviamente, da un adeguamento non sufficiente della pressione fiscale). La costruzione del *welfare state* prima, e manovre di sostegno dell’economia poi, stabilirono nella cultura economica e politica occidentale la politica del *deficit spending*, producendo un salto di qualità dei disavanzi, che pochi governi furono in grado di contrastare (forse solo Margaret Thatcher in Inghilterra).

La *Grande Inflazione* degli anni Settanta e il successivo movimento internazionale verso banche centrali più autonome fu un’occasione importante per gli Stati occidentali di risanare i propri conti pubblici: la maggiore onerosità finanziaria e l’aumento del valore di stato stazionario del debito³⁵ potevano, cioè, creare una maggiore consapevolezza del debito nei governi dei paesi sviluppati. In altre parole, il peggioramento della dinamica del debito (riassunti nella differenza “ $r-g$ ”) avrebbe dovuto creare un incentivo al risanamento delle finanze pubbliche, gravate da disavanzi divenuti ormai cronici. La generale crescita dei deficit e dei debiti pubblici negli anni Ottanta, tuttavia, dimostra quanto questo incentivo non sia stato recepito in alcun modo dai *policymaker* occidentali.

La maggiore offerta di debito pubblico tuttavia non può essere considerata l’unica causa del picco di indebitamento odierno. Come dice un famoso proverbio americano, “it takes two to tango”, ci vogliono due parti per concludere uno scambio economico: offerta, ma anche domanda. Nel nostro caso, la propensione governativa all’indebitamento fu soddisfatta ben presto dalla crescente richiesta di credito proveniente dal sistema finanziario globalizzato. A partire dagli anni Ottanta si affacciarono sul mercato dei titoli di stato nuovi investitori, i quali concorsero a rendere il loro *placement* più facile. Il finanziamento degli strutturali disavanzi primari si spostò in maniera sempre più evidente sul debito perché sostanzialmente questa leva era meno costosa sia dal punto di vista del consenso politico che da quello economico; mai sarebbero stati sottoscritti titoli di debito, o almeno non in queste dimensioni, se non fosse stato così semplice ed economico accenderli. Indice

³⁵ Lo stato stazionario è quel valore verso il quale il rapporto debito/Pil converge nel tempo. Poiché in equilibrio di *steady state* tutte le variabili sono costanti, per trovare $(B/Y)=\bar{b}$ (eq. 2) basta porre, nell’eq. 1, $(B_t/Y_t)=(B_{t-1}/Y_{t-1})$:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$
$$\bar{b} = \frac{(G_t - T_t)/Y_t}{g - r}$$

del maggiore incentivo all'adozione di debito da parte degli Stati è ben riassunto dalla discesa prolungata dei tassi di interesse reali a partire dalla metà degli anni Ottanta.

Dopo l'aumento dello stock di debito, visto nei primi anni Ottanta, dunque, i governi si sono trovati sempre meno incentivati (anche economicamente) ad implementare manovre di rientro.

Le economie avanzate si sono così incamminate su una strada assai pericolosa: si trovano a sostenere debiti storicamente elevati, sapendo che in un tempo breve, i loro governi dovranno inevitabilmente fare i conti con questo problema, avendo tuttavia un *range* limitato di strategie disponibili: poche cartucce da sparare in una sfida che si prospetta assai complessa e delicata da affrontare.

Riferimenti bibliografici

- ACOCELLA, N., 2005. *La politica economica nell'era della globalizzazione*. 2^a ed. con esercizi. Roma: Carocci.
- ALESINA, A., 1988. *The End Of Large Public Debts*. In: *High Public Debt: The Italian Experience*, a cura di Giavazzi, F. e Spaventa, L.. Cambridge: Cambridge University Press.
- AMOREUX, V., 2014. *Public Debt And Its Unequalizing Effects*. Master Thesis Dissertation. Paris: Paris School of Economics.
- AZZIMONTI, M., DE FRANCISCO, E., e QUADRINI, V., 2012. *Financial globalization, inequality, and the raising of public debt*. FRB of Philadelphia Working Paper No. 12-6.
- BACH, G. L., 1971. *Making Monetary and Fiscal Policy*. Washington D.C.: The Brooking Institution.
- BARRO, R., 1979. *Money and the Price Level under the Gold Standard*. *Economic Journal*, 89, issue 353, p. 13-33.
- BORIO, C., e DISYATAT, P., 2014. *Low interest rates and secular stagnation: Is debt a missing link?*. Centre for Economic Policy Research. Disponibile su <<http://www.voxeu.org/article/low-interest-rates-secular-stagnation-and-debt>> [Data di accesso: 15/06/2015].
- BRI, 1972. *Quarantaduesima relazione annuale*. 1° aprile 1971-31 marzo 1972. Ginevra: Banca dei Regolamenti Internazionali. Ginevra.
- BRI, 1973. *Quarantatreesima relazione annuale*. 1° aprile 1972-31 marzo 1973. Ginevra, Banca dei Regolamenti Internazionali.
- BRESCIANI-TURRONI, C., 1937. *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*. Northampton: Augustus Kelly Publishers.
- BUCHANAN, J. M., e WAGNER, R. E., 1997. *La democrazia in deficit. L'eredità politica di Lord Keynes*, a cura di da Empoli, D. Roma: Armando. Tit. orig. *Democracy in deficit. The Political Legacy of Lord Keynes*, Academic Press, London, 1977.
- CHAMBERLAIN, J. S. (2011). *A Short History of US Credit Defaults*. Ludwig von Mises Institute. Disponibile su <<https://mises.org/library/short-history-us-credit-defaults>> [Data di accesso: 15/06/2015].

CROWE, C., e MEADE, E. E., 2007. *The Evolution of Central Bank Governance around the World*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, 69–90.

DOLL, F., 2012. *Repudiation! The Crisis of United States Civil War Debt, 1865-1870*. MPRA Paper N° 43540, december.

ELLIS, J. J., 2000. *Founding Brothers: The Revolutionary Generation*. New York: Alfred A. Knopf.

ELWELL, C. K., 2011. *Brief History of the Gold Standard in the United States*. Congressional Research Service. Disponibile su <<https://fas.org/sgp/crs/misc/R41887.pdf>> [Data di accesso: 15/06/2015].

GALLI, G., e GIAVAZZI, F., 1992. *Tassi d'interesse reali e debito pubblico negli anni Ottanta: interpretazioni, prospettive, implicazioni per la politica di bilancio*. In: *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, Vol. II, a cura dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari «Luigi Einaudi». Bologna: il Mulino.

GREENSPAN, A., 1966. *Gold and Economic Freedom*. In: Rand, A., *Capitalism: The Unknown Ideal*. New York City: New American Library.

GRUBB, F., 2007. *The Continental Dollar: How Much Was Really Issued?*. No. w13047. National Bureau of Economic Research.

GRUBB, F., 2008. *The distribution of Congressional spending during the American revolution, 1775-1780: the problem of geographic balance*. No. w14267. National Bureau of Economic Research.

GRUBB, F., 2011). *The Continental dollar: initial design, ideal performance, and the credibility of Congressional commitment*. No. w17276. National Bureau of Economic Research.

HANNOUN, H., 2014. *Central banks and the global debt overhang*. Bank for International Settlements. Speech to the 50th SEACEN Governors' Conference. Port Moresby, 20/11/2014. Disponibile su <<http://www.bis.org/speeches/sp141120.pdf>> [Data di accesso: 15/06/2015].

HARDARCH, G., 1977. *The First World War: 1914-1918*. Berkeley: University of California Press.

HARLOW, R. V., 1929. *Aspects of Revolutionary Finance, 1775-1783*. American Historical Review 35 (October): 46-68.

JACOB, D., 2013. *Quels sont les enseignements de l'histoire du fédéralisme américain pour la zone euro actuelle ?*. LAREFI Working Paper N°2013-05.

- KEYNES, J. M., 1920. *The Economic Consequences of the Peace*. New York: Harcourt Brace.
- ICMB, 2014. *Deleveraging? What Deleveraging? Geneva Reports on the World Economy 16*, a cura di Buttiglione, L., Lane, P. R., Reichlin, L., e Reinhart, V.. International Center for Monetary and Banking Studies.
- IMF, 2014. *Perspectives on global interest rates*, IMF World Economic Outlook, Chapter 3. International Monetary Fund.
- MARINELLI, M. L., 2011. *L'indipendenza della Banca d'Italia dal Governo negli anni Ottanta: cause interne e internazionali*. Studi e Note di Economia, Anno XVI, n. 2-2011, pagg. 133-170. Siena: Gruppo Montepaschi.
- MARKS, S., 1978. *The Myths of Reparations*. Central European History. 11(3): 231–255. Cambridge: Cambridge University Press.
- MAYER, T., 1998. *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States: The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy, 1965-1979*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- MELTZER, A. H., 2009. *A History of the Federal Reserve, Volume 2*. Chicago: University of Chicago Press.
- MITCHELL, W. C., 1903. *A History of the Greenbacks With Special Reference To the Economic Consequences of Their Issue 1862–65*. Chicago: University of Chicago.
- MUSU, I., 2006. *Il debito pubblico*. 2^a ed. aggiornata. Bologna: il Mulino.
- NEWMAN, E. P., 1990. *The Early Paper Money of America*. 3^a ed. Iola, Wisconsin: Krause Publications.
- PAUL, R., 2009. *End the Fed*. New York City: Grand Central Publishing.
- PIKETTY, T., 2014. *Il capitale nel XXI secolo*, trad. da Arecco, S. Milano: Bompiani. Tit. orig.: *Le capital au XXI^e siècle*, Edition du Seuil, Paris, 2013.
- REINHART, C. M., REINHART, V., e ROGOFF, K. S., 2012. *Public debt overhangs: Advanced-economy episodes since 1800*. Journal of Economic Perspectives, 26(3), 69-86.
- REINHART, C. M., REINHART, V., e ROGOFF, K. S., 2015. *Dealing with debt*. HKS Working Paper No. RWP15-009.

- REINHART, C. M., e ROGOFF, K. S., 2010. *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, trad. da Berti, L., e Ferrario, A. Milano: Il Saggiatore. Tit. orig.: *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009.
- REINHART, C. M., e ROGOFF, K. S., 2011. *A decade of debt*. No. w16827. National Bureau of Economic Research.
- REINHART, C. M., ROGOFF, K. S., e SAVASTANO, M. A., 2003. *Debt intolerance*. No. w9908. National Bureau of Economic Research.
- REINHART, C. M., e SBRANCIA, M. B., 2011. *The liquidation of government debt*. No. w16893. National Bureau of Economic Research.
- ROTHBARD, M. N., 2011. *Commodity Money in Colonial America*. Ludwig von Mises Institute. Disponibile su <<https://mises.org/library/commodity-money-colonial-america>> [Data di accesso: 15/06/2015].
- ROUEFF, J., 1971. *L'errore monetario dell'Occidente*, trad. da Bianchi, C.. Milano: Etas Kompass. Tit. orig.: *Le péché monétaire de l'occident*, Libraire Plon, Paris, 1971.
- SCOTT, K., 1957. *Counterfeiting in Colonial America*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- SELGIN, G., 2013. *The Rise and Fall of the Gold Standard in the United States*. Policy Analysis 729. Washington: Cato Institute.
- STURZENEGGER, F., e ZETTELMEYER, J., 2007. *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Cambridge, MA: MIT Press.
- SVERIGES RIKSBANK (2014). *Monetary Policy Report: October 2014*. Low global interest rates. Pagg. 43-46. Disponibile su <http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/PPR/2014/141028/rap_ppr_ruta3_141028_eng.pdf> [Data di accesso: 15/06/2015].
- TANZI, V., e SCHUKNECHT, L., 2007. *La spesa pubblica nel XX secolo. Una prospettiva globale*, trad. da Verde, A. Firenze: Firenze University Press. Tit. orig.: *Public spending in the 20th Century. A global perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000.
- TAYLOR, A. J. P., 2004. *Bismarck. L'uomo e lo statista*, trad. Di F. Socrate. Roma-Bari: Biblioteca Universale Laterza. Tit. orig.: *Bismarck: The Man and the Statesman*, Hamish Hamilton, London,

1955.

TAYLOR, J. B., 2011. *Review of Allan H. Meltzer's A history of the Federal Reserve, Volume 2.* Journal of Monetary Economics 58.2: 183-189.

TAYLOR, J. B., 2013. *The Effectiveness of Central Bank Independence Versus Policy Rules.* Business Economics, July.

WINKLER, M., 1933. *Foreign Bonds, An Autopsy: A Study of Defaults and Repudiations of Government Obligations.* Philadelphia: Swain.

WOODS, T. E. Jr., 2006. *The Revolutionary War and the Destruction of the Continental.* Ludwig von Mises Institute. Disponibile su <<https://mises.org/library/revolutionary-war-and-destruction-continental>> [Data di accesso: 15/06/2015].

WRIGHT, R. E., 2008. *One Nation Under Debt: Hamilton, Jefferson, and the History of What We Owe.* New York: McGraw-Hill.