

Il debito pubblico dei paesi avanzati: perché ci dobbiamo preoccupare?

Vorrei innanzitutto ringraziare il Magnifico Rettore e il Dipartimento di Scienze Politiche dell'Università di Genova per il conferimento di questa laurea honoris causa in Amministrazione e Politiche Pubbliche. È per me un grande onore essere qui con voi oggi in questo Ateneo, in una delle più antiche tra le università italiane. Un'università nota per il suo prestigio e, volendo aggiungere un tocco personale, un'Università a me particolarmente cara perché occupa un posto particolare nelle vicende della mia famiglia, essendosi laureato qui mio padre in Economia e Commercio nel lontano 1949 con una tesi su "I controlli sugli enti locali con particolare riguardo alle istituzioni pubbliche di assistenza e beneficenza". Essere qui quasi settant'anni dopo è per me quindi particolarmente significativo.

Vorrei anche ringraziare le autorità, i docenti e gli studenti che mi hanno voluto onorare della loro presenza.

In questa mia lezione vorrei parlarvi di quello che considero uno dei temi attualmente più importanti per chi si occupa di gestione della finanza pubblica. La domanda cui cercherò di rispondere è: in che misura il rapido aumento del debito pubblico nei principali paesi avanzati costituisce un problema per il futuro dell'economia mondiale?

Nella media di questi paesi, il livello del rapporto tra debito pubblico e Pil, il più comune indicatore di sostenibilità dei conti pubblici, si trova attualmente vicino al 106 per cento. Si tratta del più elevato livello raggiunto negli ultimi 150 anni se si escludono gli anni della seconda guerra mondiale. Si è arrivati a questo livello non per effetto di una guerra mondiale, ma per effetto della più forte crisi economica dagli anni '30: la recessione che ha colpito l'economia dei paesi avanzati nel 2008 e nel 2009. L'aumento del rapporto tra debito pubblico e Pil nella media dei paesi avanzati è stato pari a 34 punti percentuali tra il 2007 e il 2016. Già nel 2007 il rapporto tra debito e Pil era però a livelli molto elevati (il 72 per cento in media) per effetto di una graduale ascesa che era iniziata nella seconda metà degli anni '70 quando il rapporto di debito era intorno al 35 per cento.

L'aumento del debito pubblico in risposta allo shock macroeconomico del 2008-09 fu del tutto appropriato. Senza il ruolo di *shock absorber* giocato in quella occasione dalla politica fiscale nei principali paesi, la crisi del 2008-09 avrebbe probabilmente causato danni ben maggiori, con conseguenze ancora peggiori di quelle della crisi del 1929. Come Direttore del Fiscal Affairs Department del Fondo Monetario Internazionale all'epoca contribuì alla decisione del Fondo di fare qualcosa che raramente aveva fatto: raccomandare ai paesi dei G20 una espansione fiscale, di due punti percentuali del Pil, in aggiunta all'aumento del deficit che sarebbe derivato dall'operare degli stabilizzatori automatici.

Con il miglioramento delle condizioni economiche dopo la crisi i deficit pubblici sono stati ridotti in tutti i paesi rispetto ai livelli record raggiunti durante la crisi. Ma non sono stati ridotti tanto quanto sarebbe stato necessario per ridurre in modo significativo il debito pubblico, almeno nella media dei

paesi avanzati. Nelle ultime previsioni del Fondo Monetario, il debito scenderà solo lentamente attestandosi ancora al 99,9 per cento nel 2022.

In effetti, non sembra ci sia nessun senso di urgenza nella riduzione del debito pubblico. Anzi, i governi dei principali paesi avanzati ritengono appropriato stimolare ulteriormente l'economia attraverso una riduzione della tassazione, come di recente proposto dal Presidente Trump negli Stati Uniti. Tale riduzione della tassazione, se attuata, non potrebbe che aumentare gli squilibri di finanza pubblica. In che misura questo *benign neglect* del debito pubblico è giustificato?

Credo che la maggior parte degli economisti avrebbe previsto che nel medio periodo, una volta superata la crisi del 2008-09, il tentativo di convivere con un elevato livello di debito pubblico avrebbe avuto conseguenze negative per l'economia dei paesi avanzati. Molti avrebbero previsto un aumento dei tassi di interesse, un rallentamento degli investimenti privati, un rallentamento della crescita, crisi sul mercato dei titoli di stato per almeno alcuni paesi e, se l'elevato debito fosse stato monetizzato cioè finanziato stampando moneta, un aumento dell'inflazione.

Sarebbe esagerato dire che niente di tutto questo è avvenuto. È vero: ci sono state crisi sui mercati dei titoli di stato, alcuni paesi europei avanzati sono dovuti ricorrere al Fondo Monetario Internazionale per finanziarsi, altri, tra cui l'Italia, ci sono andati vicino. Ma le crisi sembrano ormai superate. È vero: i tassi di crescita delle economie mondiali, e i tassi di investimento, restano piuttosto bassi rispetto ai decenni precedenti la crisi. Ma quei fenomeni che avrebbero dovuto segnalare una causalità tra aumento del debito pubblico e rallentamento della crescita, in primis un aumento dei tassi di interesse reali sui titoli di stato, non si sono manifestati. I tassi di interesse reali restano molto bassi, persino negativi e spesso inferiori al tasso di crescita delle economie avanzate. Con un differenziale negativo tra tassi di interesse sul debito pubblico e tassi di crescita lo stesso concetto di vincolo di bilancio intertemporale perde consistenza: con un differenziale negativo il debito può essere stabilizzato mantenendo un deficit primario. Inoltre shock al debito stesso sono facilmente reversibili perché, con un differenziale negativo, stabilizzare il debito dopo uno shock, seppure ad un più elevato livello, non richiede una restrizione fiscale, ma è anzi compatibile con una espansione fiscale. Siamo entrati dunque in un nuovo mondo in cui convivere con un debito elevato risulta non solo possibile ma anche vantaggioso e appropriato?

Credo sia necessaria un po' di prudenza prima di trarre questa conclusione. C'è prima di tutto un argomento di carattere generale. Siamo in "*unchartered territory*", in un territorio inesplorato. Si stanno verificando fenomeni che non abbiamo mai sperimentato: in particolare, non abbiamo mai avuto un debito pubblico così elevato se non in tempo di guerra quando le economie sono soggette a vincoli di diverso genere, compreso nel funzionamento dei mercati finanziari. Attenderei quindi prima di concludere che le leggi economiche del passato non funzionano più.

Ma entriamo nella sostanza della questione. Il punto cruciale per valutare se l'attuale situazione rappresenti un equilibrio stabile è capire perché i tassi di interesse sul debito pubblico sono rimasti così bassi in presenza di un aumento così forte del debito pubblico. Ci sono due interpretazioni del fenomeno, una benigna e una meno benigna.

Iniziamo dall'interpretazione benigna: il tasso di interesse reale di equilibrio si sarebbe ridotto e sarebbe anzi diventato negativo. È questa l'interpretazione proposta, tra gli altri, da Larry Summers, interpretazione cui spesso si fa riferimento con il termine di "stagolazione secolare". L'entrata sul mercato globale di paesi come la Cina con un elevato tasso di risparmio avrebbe comportato un aumento dell'offerta di fondi che non sarebbe stata compensata da una maggiore domanda per investimenti. Questi si sarebbero, anzi, ridotti per il minor contenuto di capitale di alcuni settori in forte espansione, tra cui il settore dell'Information Technology.

Non posso escludere che questa interpretazione sia almeno in parte valida. Se così fosse, il peso del debito pubblico risulterebbe meno preoccupante. Anzi, con tassi di interesse reali bassi o negativi per un prolungato periodo di tempo risulterebbe appropriato indebitarsi ulteriormente.

C'è però un'interpretazione alternativa, meno rassicurante, una spiegazione che è in realtà più semplice e del tutto in linea con le osservazioni empiriche degli ultimi anni. Tassi di interesse bassi sui titoli di stato potrebbero essere principalmente dovuti alle politiche monetarie fortemente espansive adottate dalle principali banche centrali del mondo. Volendo giudicare queste politiche sulla base delle tendenze storiche, l'ultimo decennio è stato del tutto eccezionale. La base monetaria (la somma del circolante e delle riserve liquide delle banche presso la banca centrale) è aumentata tra il 2007 e il 2014 di quasi il 400 per cento negli Stati Uniti e di oltre il 400 per cento nel Regno Unito. Tra il 2007 e il 2016 è aumentata di oltre il 350 per cento in Giappone. Nell'area dell'euro, l'aumento è iniziato più tardi ed è stato più contenuto, ma tra il 2010 e il 2016 è comunque stato superiore al 100 per cento. Di fronte ad aumenti della base monetaria di queste proporzioni, dobbiamo forse stupirci se i tassi di interesse sui titoli di stato non sono aumentati nonostante l'aumento del debito pubblico? Certamente no, soprattutto se si tiene conto del fatto che l'aumento della base monetaria è stato principalmente dovuto a un aumento del credito erogato dalle banche centrali direttamente ai propri governi attraverso l'acquisto di titoli di stato.

Si potrà obiettare che la politica monetaria tipicamente influenza i tassi di interesse nominali a breve termine e non quelli reali a lungo termine, che sarebbero determinati dagli andamenti della domanda e dell'offerta di risparmio più che dall'azione delle banche centrali. Ma l'azione delle banche centrali, attraverso operazioni di *quantitative easing*, è stata precisamente mirata a influire anche sui tassi a lungo termine. Attraverso queste operazioni le banche centrali possono influire anche su tassi nominali a lungo termine, purché ne accettino le conseguenze in termini di inflazione. E il prezzo da pagare in termini di inflazione è risultato molto basso, anzi inesistente: l'inflazione è rimasta bassa nonostante il fiume di liquidità creato dalle banche centrali.

Il mistero non è quindi perché i tassi di interesse sui titoli di stato siano rimasti così bassi nonostante l'aumento del debito pubblico. La risposta sta nelle politiche ultra espansive seguite dalle banche centrali. Il mistero è, semmai, perché nonostante politiche monetarie così espansive, l'inflazione sia rimasta così bassa. Non si era mai verificato nella storia economica un aumento così forte della base monetaria che non fosse stato accompagnato da un'ondata inflazionistica. L'assenza di significative pressioni inflazionistiche può avere diverse spiegazioni, compreso la pressione verso il basso sui costi di produzione dovuta a fenomeni di globalizzazione e di sviluppo tecnologico. Cioè detto, credo che un ruolo fondamentale sia stato svolto dalla forte tendenza restrittiva adottata negli ultimi anni in materia di regolamentazione bancaria negli stessi paesi in cui la politica monetaria diventava ultra espansiva.

Questa tendenza a una regolamentazione più restrittiva era giustificata dagli eccessi che portarono alla crisi del 2008-09. In risposta a questa crisi si è avviata una fase di forte aumento del capitale minimo richiesto alle istituzioni finanziarie per erogare prestiti al settore privato. Quello che negli ultimi anni ha vincolato l'erogazione di una maggiore quantità di credito da parte del sistema finanziario, con un effetto che sarebbe stato molto più forte sull'inflazione, non è la mancanza di liquidità, ma la scarsità di capitale. In altri termini, il crollo del moltiplicatore della base monetaria - del rapporto cioè tra moneta o credito e base monetaria - sarebbe dovuto in questa interpretazione al vincolo creato da quello che si potrebbe chiamare *equity multiplier*, dal moltiplicatore del capitale bancario.

L'effetto frenante della più stretta regolamentazione bancaria sarebbe stato esacerbato da due ulteriori elementi: primo, tassi di interesse bassi tendono a comprimere la profittabilità degli istituti finanziari, rendendo più difficile attirare nuovo capitale. Secondo, l'incertezza sul futuro dei vincoli

minimi di capitale, dovuta al continuo cambiamento della regolamentazione bancaria (compreso la disciplina dei crediti in sofferenza, come le recenti proposte da parte del meccanismo di vigilanza unico europeo dimostrano), avrebbero reso ancora più cauti gli istituti finanziari nell'erogare credito.

L'operare congiunto di politiche monetarie ultra espansive e di politiche di regolamentazione bancaria molto restrittive spiegherebbe quindi il basso livello di inflazione nonostante la forte espansione della liquidità bancaria. Quella liquidità non verrebbe erogata al settore privato, cosa che potrebbe alimentare l'inflazione, a causa delle politiche restrittive di regolamentazione bancaria. Insomma, mentre la politica monetaria preme sull'acceleratore, quella di regolamentazione schiaccia il pedale del freno.

La combinazione di politiche monetarie espansive e di politiche di regolamentazione bancaria restrittive va però a tutto vantaggio dei governi altamente indebitati. Il finanziamento monetario dei deficit pubblici crea sì un eccesso di liquidità, ma questo non causa fenomeni di elevata inflazione e non suscita quindi quella reazione negativa da parte della popolazione normalmente associata alla monetizzazione dei deficit pubblici. E i deficit pubblici non causano neppure un aumento dei tassi di interesse anche se la disponibilità di fondi per il settore privato ne risulta ugualmente compromessa, almeno rispetto a quanto sarebbe disponibile in termini di liquidità bancaria: il *crowding out* si manifesta non attraverso un aumento dei tassi di interesse sul mercato dei titoli di stato, ma attraverso comunque una bassa crescita del credito al settore privato, attraverso un razionamento del credito nei confronti dei prenditori di prestito a rischio relativamente più elevato. Opera a favore del settore pubblico anche il fatto che il credito erogato a quest'ultimo, attraverso l'acquisizione di titoli di stato, non assorbe la limitata disponibilità di capitale bancario, visto il peso zero che hanno generalmente i titoli di stato nella definizione dei coefficienti di capitalizzazione.

Questa situazione, del tutto nuova nei suoi aspetti specifici, ha però elementi in comune con passati approcci seguiti alla risoluzione del problema di un eccesso di debito pubblico. Sappiamo che nella storia finanziaria degli ultimi 200 anni la repressione finanziaria è stata spesso utilizzata come strumento per facilitare la riduzione di tale debito, come illustrato per esempio da un lavoro di Carmen Reinhart e Belen Sbrancia (*"The Liquidation of Government Debt"*, circolato come NBER Working Paper 16893 nel marzo 2011). Negli ultimi anni la regolamentazione bancaria non sarebbe diventata più restrittiva con lo scopo specifico di facilitare il finanziamento dello stato, ma questo ne sarebbe stato il risultato fortuito. La stessa azione espansiva delle banche centrali non sarebbe stata mirata al finanziamento dei deficit pubblici (l'inflazione è bassa e quindi le politiche monetarie devono restare espansive), ma questo ne sarebbe, di nuovo, il risultato fortuito. Si è quindi verificata quella che si potrebbe definire una repressione finanziaria non intenzionale, fortuita, ma che comunque andrebbe a tutto vantaggio dei governi indebitati.

Se questa interpretazione è valida, la domanda cruciale è se si tratta di un equilibrio stabile e duraturo, tale da mantenere i tassi di interesse sui titoli di stato bassi per un periodo molto prolungato. Non sono di questo parere. Prima o poi, la fase di continuo mutamento in senso restrittivo delle politiche di regolamentazione bancaria si verrà a esaurire. Le pressioni per una deregolamentazione finanziaria sono per esempio evidenti negli Stati Uniti. In ogni caso, se anche i coefficienti di capitalizzazione restassero elevati, la disponibilità di capitale da investire nel sistema bancario dovrebbe riprendere col tempo. Più in generale, la ripresa economica in corso renderà necessario, per evitare un aumento eccessivo dell'inflazione, un passaggio delle politiche monetarie a fasi più restrittive, spingendo verso l'alto i tassi di interesse.

È a questo punto che i problemi tradizionalmente collegati a un'eccessiva crescita del debito pubblico, compreso un innalzamento dei tassi di interesse reali, diventeranno evidenti. Un aumento dei tassi di interesse reali comporterà una pressione sui paesi a più alto debito. Un aumento graduale di tali

tassi potrebbe non avere effetti immediati sul rischio di crisi, ma col tempo aumenterà la vulnerabilità a tali crisi. Queste potrebbero essere scatenate da eventi imprevisti, come è sempre stato in passato, eventi che portino per esempio a una drastica revisione nelle previsioni di crescita e negli andamenti previsti del rapporto tra debito pubblico e Pil. A questo punto la possibilità di evitare crisi sui mercati dei titoli di stato dei paesi più indebitati resterebbe nelle mani, ancora una volta, delle banche centrali. Ma, come abbiamo sperimentato in passato, l'azione delle banche centrali, se può spesso attenuare l'effetto delle crisi, non è di solito sufficiente a evitarle del tutto, soprattutto in un contesto istituzionalmente complesso come quello europeo.

La mia conclusione è che, in questo periodo di condizioni ancora relativamente favorevoli, è essenziale che i paesi ad alto debito pubblico pongano in essere politiche di contenimento del rischio attraverso la riduzione del debito pubblico in rapporto al Pil. Non è questa l'occasione per trattare quale sia il mix più appropriato di aumenti di tassazione e riduzioni di spesa che saranno necessari per raggiungere tale obiettivo. Tale mix dipende in gran parte dalle caratteristiche dei vari paesi, soprattutto dal livello iniziale della tassazione e della spesa pubblica. Non sarà però per voi una sorpresa, visto il mio precedente lavoro come Commissario per la Revisione della Spesa in Italia, se vi dico che a mio parere nel nostro paese la via maestra passa per un contenimento della spesa primaria delle pubbliche amministrazioni.

In conclusione, resta ancora molto da fare per assicurare il risanamento dei conti pubblici di molti paesi avanzati, compreso il nostro. E il contributo che può essere dato nello studiare, analizzare e fare proposte in materia di finanza pubblica da parte di chi esercita la nostra professione, e da parte di chi di voi studenti intenderà esercitare tale professione, è di grande importanza. Vorrei quindi concludere questa mia lezione incoraggiando gli studenti qui presenti a continuare negli studi di finanza pubblica e pubblica amministrazione, ricordando sempre che chi si occupa di tali temi deve svolgere la propria attività non solo col fine di perseguire finalità di crescita personale, ma anche con l'obiettivo di contribuire alla buona gestione della cosa pubblica. Pubblica e quindi di tutti, non come spesso viene percepita come cosa di nessuno, come qualcosa da cui si può prendere ma a cui non si deve dare. Il nostro paese ha un grande bisogno di buoni amministratori pubblici e sono certo che voi saprete dare il vostro contributo.

Vi ringrazio per l'attenzione e, di nuovo, per il grande onore che mi avete fatto.