

MONETA E DEBITO PUBBLICO

IL GOVERNO DELL' ECONOMICA TRA TEORIA E PRATICA

Francesco Silva

"Trust...is the currency of living" (T.Stoppard)

"... the spirit of envy and keeping up with the Joneses is, like greed, a valuable spur to economic activity."
(B.Johnson)

"Se non speri l'insperabile non lo troverai" (Eraclito)

INDICE

Prima Parte

-Rai Radio 3	p.2
-Prima che esistesse una teoria	p.4
-L'economia tolemaica	p.8
-Il mercato del debito	p.11
-L'aritmetica della teoria quantitativa della moneta (TQM)	p.12
- La fine dell'epoca del <i>laissez faire</i>	p.16
-La "rivoluzione copernicana"	p.19
-Keynes e l'invenzione della politica fiscale	p.21
-Dal <i>gold</i> al <i>dollar standard</i>	p.23

Seconda Parte

-I keynesiani e la <i>golden age</i> (1950-1972)	p.26
-La fine di Bretton Woods e della rivoluzione copernicana	p.29
-La controrivoluzione tolemaica: le premesse politiche	p.31
-La controrivoluzione tolemaica: la politica economica	p.34
- Il radicamento del neo-liberismo (1979-89)	p.40
- Il Washington consensus (1989): i mercati si adattano alla teoria	p.42
- Il mondo sta cambiando (1989-2007)	p.44
- Il trionfo della finanza (1989-2007)	p.46
- Crescita senza inflazione	p.50
- Le diseguaglianze distributive e il deficit commerciale	p.51
- La diversità dell'UE	p.53
- Il crack finanziario e la Grande recessione (2007-08)	p.53
- Il monetarismo keynesiano dopo il crack finanziario	p.57
- <i>Quantitative easing</i> , inflazione e investimenti	p.60

Terza Parte

- Criticità irrisolte e nuove	p.61
- L'austerità in Eurolandia, ovvero come farsi male da soli	p.63
- Covid19 e il grande debito	p.65
- Il grande debito è un problema?	p.67
-Conclusioni	p.75
-Bibliografia	p.77

A fine testo un'Appendice/Glossario spiega il senso di alcuni termini tecnici utilizzati, per facilitarne la comprensione. Le parole contenute nel testo affiancate da * sono quelle ivi contenute

Criticità irrisolte

La “stagnazione secolare”, o comunque dei primi decenni di questo secolo, non è l'unico fattore di criticità. Si aggravano le fratture già presenti prima della Grande recessione.

Gli scambi commerciali con l'estero creano una situazione globale sempre più sbilanciata. I saldi commerciali degli Stati Uniti, per quanto migliorati rispetto al 2007, anche per effetto della guerra dei dazi avviata da Trump contro la Cina, sono sempre in deficit. I mercati finanziari internazionali continuano ad assorbire i dollari e i paesi in surplus (prima tra tutti la Cina) accumulano riserve in dollari, e quindi il rapporto debitore/creditore tra Stati Uniti e Cina si consolida in modo pericoloso, alla luce dei cambiamenti che si profilano. Avviene infatti che il processo di globalizzazione, forza trainante dello sviluppo mondiale nei decenni precedenti, comincia a rallentare. La convenienza a decentrare diminuisce per il mutare dei vantaggi comparati tra UE e USA da un lato e di Cina dall'altro, e la prospettiva protezionistica avviata dal presidente Trump accentua la tendenza. E' in atto un cambiamento profondo nei rapporti tra “centro” – Stati Uniti - e periferia emergente – Cina . Gli Stati Uniti procedono come se l'“effetto Triffin” non li riguardasse e i mercati internazionali fossero sempre pronti ad assorbire dollari senza temere effetti sul suo valore, ma è una visione di corto respiro. Vi sono nuvole all'orizzonte nel cielo dei rapporti economici mondiali.

Crescono anche le diseguaglianze distributive. Negli Stati Uniti la politica fiscale del presidente Trump accentua la tendenza, che però ha una spiegazione più profonda. Permanendo forte e costante il divario tra rendimento – alto - delle attività finanziarie e quello – basso - delle attività produttive, ovvero il tasso di crescita dell'economia, la minoranza di persone – i *rentier* - che godono dei redditi della loro ricchezza finanziaria diviene sempre più ricca rispetto alla maggioranza che produce – imprenditori e soprattutto lavoratori (T.Piketty, 2014,pp.25-27). E' una tendenza che accentua l'instabilità sociale e, di conseguenza, quella politica. Il populismo emergente ne è un sintomo. E' però anche

una tendenza che ha effetti macroeconomici perché alimenta tipi di lavoro servili e malpagati – *housekeeper, dog sitter, cat-minders, baby sitter, pool boys, personal shoppers*, etc. - e quindi a una compressione della domanda di consumi.

Cresce la monopolizzazione dei mercati, ossia l'economia globale prosegue nel processo di concentrazione delle imprese in molti e importanti mercati. Alla vigilia del 2020 per il complesso dei paesi economicamente avanzati e dei settori produttivi le quattro maggiori imprese detengono una quota del 56% delle vendite delle prime 20 imprese. Tale quota salirà già nel 2020 per effetto della selezione determinata dalla pandemia covid19. E' una tendenza molto pericolosa sia da un punto di vista economico – aumento dei prezzi e riduzione delle innovazioni e della diversità – sia politico – maggiore capacità di pressione sul potere politico, che appare più che mai frammentato e debole.

Si prospetta infine una nuova criticità, quella dell'indebitamento pubblico mondiale che nel 2020 è molto maggiore di quanto non fosse nel 2008. Nei paesi economicamente avanzati complessivamente presi la loro somma rapportata al relativo PIL supera il 100% (2019), un valore raggiunto solo in occasione della Seconda guerra mondiale.

L'austerità in Eurolandia, ovvero come farsi male da soli

Diversa dall'esperienza degli Stati Uniti e del Regno Unito è quella di Eurolandia, che non segue la via del monetarismo keynesiano, stante il suo sistema di governo della politica economica. Nei due anni critici 2008/09 le spese a sostegno dei redditi dei lavoratori e per il salvataggio di singole banche o imprese non sono a carico di un governo centrale che non c'è, ma dei singoli stati. Eurolandia non prevede il lato keynesiano della nuova politica economica. Questa politica può essere praticata dai singoli paesi, che tuttavia non dispongono dello strumento monetario necessario per finanziare i deficit. Esiste sì una banca centrale, la BCE, ma i suoi interventi a sostegno dei deficit dei singoli paesi sono estremamente limitati, perché deve limitarsi ad acquistare sul mercato secondario titoli vari tra cui quelli pubblici, vincolata da limiti istituzionali nella ripartizione nazionale degli acquisti.

La politica fiscale di Eurolandia si chiama bilancio in pareggio (austerità) per ogni paese. Vi sono però paesi più in difficoltà (Spagna, Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia, etc.) che

maturano debiti crescenti, tali da sottoporre i titoli a pressioni speculative che porterebbero alla loro insolvenza, e in taluni casi alla fine dell'Euro. Eurolandia è però determinata nella difesa del rispetto dei parametri di Maastricht, al punto che nel 2012 decide (*fiscal compact*) di introdurre il vincolo di bilancio pubblico in pareggio, sul modello tedesco, nei testi costituzionali di tutti i paesi di Eurolandia. Per i paesi dell' UE complessivamente presi il rapporto debito pubblico/PIL cresce transitoriamente dal 70% (2008) a 94% (2014), ma poi scende a 84% (2019): è una storia decisamente diversa da quella degli Stati Uniti e del Regno Unito.

Fino al 2012, per le ragioni appena dette, la politica monetaria della BCE è ben più moderata rispetto a Stati Uniti e Regno Unito. L'abbinamento dell'austerità e del limitato intervento della BCE conducono al concretissimo rischio di fallimento della Grecia nel 2010 – risolto con l'imposizione di una inutilmente dura politica di austerità – e dell'Italia nel 2012, il cui fallimento avrebbe verosimili effetti sull'esistenza stessa dell'Euro. Nel luglio del 2012 l'allora presidente della BCE, M.Draghi, pone atto a una politica monetaria innovativa e risolutiva della crisi. Con un semplice annuncio - la BCE sarebbe intervenuta a sostegno dell'Euro a qualsiasi costo - congela la speculazione sul debito italiano, interpreta in modo esemplare il ruolo importantissimo del governatore della Banca centrale che è quello di creare aspettative precise e credibili per i mercati finanziari. La BCE accompagna questo annuncio con una politica più flessibile e attiva, introducendo il programma OMT (*Outright monetary transactions*). Questo consiste nella possibilità, di fatto non concretizzatasi, che la BCE acquisti sul mercato secondario titoli di debito di quei paesi dell'Eurozona che necessitino di un "aggiustamento macroeconomico". Il paese in questione avrebbe dovuto attivare politiche economiche coerenti con l'"aggiustamento". Grazie a questo intervento si riducono le tensioni speculative sull'Euro. Il PIL, aumentato molto più lentamente che negli USA e Regno Unito fino al 2013 (mediamente circa l'1% annui), accelera in seguito (mediamente 2% annui). Coerentemente, i dati occupazionali sono peggiori che negli USA e nel Regno Unito.

Ci si può chiedere se esistano argomenti teorici a difesa dell'austerità. Si afferma che il deficit pubblico "spiazza" gli investimenti privati determinando alti tassi d'interesse e riduce la fiducia negli operatori, ma dati non confermano la predizione: almeno per quanto

riguarda USA e UK i tassi d'interesse non crescono con il *quantitative easing*, né la fiducia degli operatori economici risente della forte crescita del debito pubblico. Un ulteriore argomento è quello secondo cui la spesa fatta dal settore pubblico è meno efficiente di quella privata. E' un argomento sensato, ma che funziona solo quando ci si avvicina alla piena occupazione e si deve fare la scelta migliore nell'uso del risparmio disponibili. La modellistica, sempre costruita su ipotesi "tolemaiche" (aspettative razionali, mercati perfetti, consumatori lungimiranti, equilibrio), prevedeva che un eccessivo aumento del deficit avrebbe avuto effetti negativi, ma i dati utilizzati non erano corretti e comunque le previsioni sono state smentite da indagini empiriche più accurate.

All'austerità mancano dunque convincenti motivazioni di teoria economica. Questo non stupisce considerato che il senso delle politiche pubbliche non può essere assegnato solo ad argomenti tecnico-scientifici, perché valgono e spesso prevalgono argomenti di tipo diverso. In effetti sono assai influenti quelli di natura antropologica o etica, riferibili principalmente alla Germania: il valore attribuito alla frugalità, incarnata folkloristicamente nella così detta *schwabische frau*, mitica casalinga tedesca attenta al bilancio di famiglia; il senso etico attribuito al debito, assimilato a quello di colpa, argomento presente nella lingua e nella cultura tedesca (M.Atwood, 2008,.pp.41-80). Il fattore più rilevante è però forse da cercare nella cultura politica e in particolare nell'ordoliberalismo tedesco che aveva già influito sulla costituzione economica di Eurolandia, oltre che nella sfiducia, più o meno motivata, dei paesi – Nord - a più basso indebitamento rispetto a quelli più indebitati - Sud.

L'uscita di Eurolandia dalla crisi del 2007/8 è dunque più lenta e incerta che negli Stati Uniti e nel Regno Unito e ha velocità diverse tra i vari paesi. Alla base di tutto questo vi è un sistema di governo della politica economica dell'area, poco adatto ad affrontare situazioni di crisi sia di singoli paesi sia dell'area intera.

Covid19 e il grande debito

Il 2020 inizia sotto il segno dell'effervescenza dei mercati finanziari, ma anche di nuove preoccupazioni sul futuro dell'economia globale. In questo contesto irrompono la pandemia covid19 e le sue gravissime conseguenze sanitarie ed economiche, immediate e

di più lungo periodo.

L'agenda degli interventi per l'emergenza sanitaria è stata dettata dalla ricerca, superata la quale valgono pur sempre i suoi suggerimenti. Gli studi scientifici segnalano in modo sempre più chiaro che l'epidemia covid19, come altre precedenti (SARS, HIV, etc.), ha origine nel passaggio dei virus da animali selvatici all'uomo, e che "... quando noi turbiamo l'equilibrio agendo sulla specie ospite, che magari cacciamo o scacciamo dall'ecosistema che viene compromesso o distrutto...le nostre azioni fanno aumentare il livello di rischio" (D.Quammen, 2014, pag.353). Questo indica che sono maturi i tempi per una riflessione molto approfondita sul rapporto che l'uomo ha con la natura. Il problema si è posto più volte nel corso della storia dell'umanità, a iniziare da quando sorsero le prime città più di quattromila anni or sono, ma oggi è nuovamente e più che mai urgente, e sollecitazioni in tal senso vengono non solo dalla diffusione dei virus. Le decisioni di lungo periodo dell'economia vanno dunque collocate in questa prospettiva. Parafrasando Eraclito potremmo dire che "se non cerchi il cambiamento non lo troverai". La crisi economica derivante dalla pandemia ha una dinamica e una natura diversa dalla Grande depressione del 2008. Allora era stato il crack finanziario a causare la caduta della domanda aggregata, della produzione e dell'occupazione. La politica economica aveva prioritariamente stabilizzato il sistema finanziario, e poi riattivato la domanda e sostenuto il reddito dei disoccupati con politiche keynesiane. La Cina ne aveva risentito poco. Nel 2020 in tutto il mondo – con la sola parziale eccezione della Cina e del Vietnam – la crisi inizia con il crollo improvviso della produzione e a seguire dell'occupazione, del PIL e della domanda aggregata. E' prioritario quindi rendere disponibile moneta spendibile da chi non può produrre – imprese e lavoratori – per sostenere domanda e produzione ed evitare un crack produttivo. Da qui i massicci trasferimenti monetari a fondo perduto a imprese e famiglie, finanziati con l'aumento dell'offerta di moneta: negli Stati Uniti lo stock di moneta nel 2020 aumenta del 135%. Queste spese, così come quelle sanitarie, vanno a deficit, finanziate dalle banche centrali. Negli Stati Uniti il 57% delle nuove emissioni di debito sono acquistate dalla FED. Anche Eurolandia segue questa politica e la BCE assorbe il 75% del nuovo debito pubblico dei paesi che ne fanno parte, attuando una decisa inversione di rotta della propria politica. Per tutti i paesi avanzati il rapporto

D/Y cresce nel 2020 dell'11%, di cui il 5% è imputabile all'aumento di D.

Se allarghiamo l'orizzonte temporale e guardiamo alle prospettive più lontane, esse appaiono più incerte e problematiche di quanto apparissero nel 2008. La caduta della produzione ha operato una potente selezione tra i settori produttivi e al loro interno tra le imprese e creato nuova disoccupazione e diseguaglianze. Sono necessari interventi pubblici di sostegno dell'occupazione e delle imprese per un periodo non limitato, avendo anche presente l'avanzare ineludibile della disoccupazione generata dall'evoluzione tecnologica, già in atto. Nel 2020 il processo di globalizzazione ha già cambiato tendenza, vacilla il multilateralismo e si prospetta un aumento più contenuto degli scambi internazionali. I rapporti tra i Cina e Stati Uniti si sono deteriorati a potenziale detrimento dell'equilibrio economico e finanziario che si era consolidato a partire dagli anni Novanta. Soprattutto la Cina mira a ridurre la simbiosi economica con gli Stati Uniti. A ciò si aggiunge il peggioramento del contesto ambientale, non più riducibile al solo problema dell'inquinamento da CO₂, già di per sé difficilissimo da risolvere. E' sempre più urgente cambiare il contenuto dello sviluppo, scelta che comunque presuppone cittadini consapevoli e nuovi modi di produrre e organizzare le società (E.Morin, 2020). Tutto questo significa che si prospetta un'inversione di tendenza rispetto ai decenni neo-liberisti consistente in un robusto intervento pubblico in termini di spesa ma anche di riorientamento dell'economia nazionale, e internazionale. I decenni del dominio incontrastato del mercato, ossia la parabola del neoliberalismo, sembrano storia passata, ma cosa saranno i decenni a venire è tutt'ora incerto.

A tutto questo si aggiunge il problema del cumulo dei debiti sovrani diventato anomale e pericoloso. Il rapporto D/Y è cresciuto costantemente negli ultimi trent'anni con una velocità accelerata in occasione della crisi del 2008 e del 2020; il livello raggiunto nei paesi avanzati non era mai stato così alto da metà dell'Ottocento.

Il grande debito è un problema ?

Ci poniamo alcuni interrogativi che riportano alle domande indicate a p.2. Vi è un livello di non sostenibilità del rapporto D/Y, ovvero esiste un tetto alla crescita del debito al di là del quale si fa al fallimento del paese debitore? Per frenarne la crescita o invertirne la

tendenza come possono agire la politica monetaria e fiscale, e con quali effetti? In che misura il carattere globale dell'indebitamento modifica per i singoli paesi indebitati l'uso degli strumenti tradizionali d'intervento e gli esiti previsti?

La teoria economica non dà una risposta univoca a queste domande, data la molteplicità delle variabili in gioco, il loro carattere sfumato e non ben definibile, e dato il forte peso di componenti diverse, di tipo storico e politico e data l'assoluta novità di un simile problema. I casi di conclamato fallimento dello Stato sono stati rarissimi dal 1950 ad oggi e non hanno mai riguardato economie di medio o grandi dimensioni, ma alcune molto fragili come l'Argentina e il Libano. In questi due casi il rapporto D/Y risultava tra l'altro inferiore a quello raggiunto negli ultimi decenni da paesi che hanno un'economia più solida e una buona credibilità finanziaria. All'uscita dalla Seconda guerra mondiale molti paesi in essa coinvolti avevano un pesante carico di debiti, mai raggiunto prima di allora da metà dell'Ottocento: Stati Uniti 130%(1946), Regno Unito 250% (1946), Germania (non noto 1946), Italia 102% (1943). Negli Stati Uniti la caduta verticale della spesa militare portò per alcuni anni il bilancio in surplus; il Regno Unito ebbe molti aiuti finanziari dagli Stati Uniti, seguì una prudente politica di bilancio e in trenta anni riportò il rapporto D/Y in una zona di assoluta tranquillità; il debito pubblico tedesco fu in larga parte cancellato dagli Alleati; quello italiano fu falciato dal crollo del valore della lira e delle così dette am-lire emesse negli Stati Uniti. Nel 1951 tutti questi paesi si ritrovano con un valore di D/Y più basso: 80%, 160%, 25%, 30%, rispettivamente, e questa fu una delle precondizioni dello sviluppo successivo. A ben osservare i tre paesi europei appena considerati seguono tre soluzioni diverse di fronte allo stesso problema: la Germania deve la soluzione alla storia – i vincitori della guerra non volevano ripetere l'errore fatto nel 1919 alla Conferenza della pace di Parigi lasciando la Germania carica di debiti; l' Italia la trova nel dissesto monetario causato dalla guerra sul suo territorio nazionale; il Regno Unito fu l'unico che s'ispirò alla soluzione dell'algoritmo, seguendo politiche di bilancio piuttosto rigorose. Più che cercare una precisa risposta alle domande è dunque appropriato individuare la diversità dei problemi e delle variabili in questione, e quindi delle politiche possibili.

Il rischio di fallimento muta a seconda del peso della quota del debito pubblico posseduta da istituzioni nazionali o cittadini anziché da soggetti esteri: se prevale la prima il problema

della sostenibilità riguarda il paese stesso e si gioca tra Stato e cittadini; nel secondo caso è in campo la posizione dello Stato rispetto ai mercati finanziari internazionali. Anche i modi per rimborsare il debito pubblico, o una sua quota, sono numerosi, e diversamente costosi. In circostanze estreme lo Stato potrebbe farlo, almeno in parte, vendendo quote della “ricchezza” nazionale - riserve auree, imprese pubbliche, pezzi del territorio nazionale come ad esempio miniere, porti, etc.. Un modo meno drammatico per ridurre il debito consiste nell’aumentare le tasse (o diminuire la spesa) così da generare un surplus di bilancio con cui ripagare una quota del debito. Il costo di questa politica non sta solo nelle maggiori tasse o minori servizi, ma anche nei suoi effetti deflazionistici. Queste due soluzioni potrebbero essere chiamate “antiche”, nel senso che guardano al debito in quanto tale e al come ripagarlo. Sono quelle a cui si riferiva D.Ricardo ai tempi della guerra napoleonica. E’ però possibile una terza soluzione, a cui sottende l’idea che indebitarsi oggi non significa necessariamente pagare più tasse domani. Un economista keynesiano britannico (E.Domar, 1944) suggerì di affrontare il problema del peso del debito guardando alla crescita del PIL come possibile soluzione per alleggerire l’onere del debito.

Un semplice algoritmo spiega come questo sia possibile. Tre sono le variabili considerate: il tasso d’interesse medio nominale (r)* che lo Stato paga su D , il tasso di crescita nominale (g) di Y , e il saldo primario (S), ossia il surplus - o deficit ($-S$) - dei conti pubblici al netto delle uscite dovute agli interessi da pagare annualmente su D , ossia rD . La prima variabile (r) rappresenta anche il tasso di crescita annuale del numeratore D : a fine di ogni anno, per il solo effetto degli interessi maturati sul debito questo è eguale a $D(1+r)$, ossia è aumentato della somma rD ; la seconda (g) indica la crescita annuale del denominatore Y ; la terza indica il saldo di bilancio una volta dedotti gli interessi da pagare (rD). Se S è eguale a zero - bilancio primario in equilibrio -, il rapporto diminuisce quando g è superiore a r , ossia il denominatore cresce più rapidamente del numeratore. Il successo di questa soluzione dipende dunque essenzialmente dal valore di r rispetto a g , oltre che da una politica di bilancio per cui S non sia negativo. Quanto maggiore è il valore positivo di S tanto più veloce è l’abbattimento di D/Y . Se S fosse negativo il rapporto decrescerebbe solo nella circostanza in cui la differenza tra g e r rendesse disponibili nuove risorse che assorbono il disavanzo. La velocità con cui si riduce D/Y è influenzata anche dal tasso d’inflazione.

Infatti l'aumento dei prezzi determina immediatamente quello del valore monetario di g , ma presto anche del tasso d'interesse delle nuove emissioni dei titoli di debito. Il valore di r cresce più lentamente, essendo una media degli interessi sul debito accumulato. Schematizzando si può dire che la politica fiscale agisce sul valore di S , le azioni mirate a promuovere la crescita agiscono su g , la politica monetaria agisce su r , ma potrebbe anche avere effetto sull'inflazione. Tra queste tre politiche c'è comunque un rapporto stretto.

La crescita del rapporto D/Y comincia a creare problemi al paese indebitato quando i proprietari dei titoli di debito iniziano a temere la sua non "sostenibilità". Esiste un valore "oggettivo" del rapporto superato il quale il timore è giustificato? Nel 2002 il FMI lo indicava al 40%, ma nel 2010 il valore di allerta era salito e compreso tra il 63% e il 183%. Questo suggerisce l'assoluta relatività del concetto di "sostenibilità", che a ben guardare è il frutto di una valutazione soggettiva ossia della percezione di rischio dei creditori sulla capacità del paese debitore di rimborsare i titoli in scadenza, ossia del rischio di fallimento. In realtà è il mercato stesso, o per lui le agenzie di *rating*, a segnalare la rischiosità del debitore guardando al valore dello *spread** che rappresenta la differenza tra il tasso d'interesse di mercato sui titoli di nuova emissione e quello di analoghi titoli di altri paesi che il mercato ritiene sicuri – in Europa tipicamente quelli tedeschi. Lo *spread* aumenta al crescere del rischio e questo fa progressivamente aumentare il tasso medio (r) e quindi rD . Prima o poi si rendono quindi necessarie politiche fiscali – o eventualmente monetarie - deflazionistiche volte ad aumentare il surplus S , politiche che tuttavia possono avere effetti negativi su g e quindi sulla futura sostenibilità del debito. E' più facile indebitarsi che ripagare il debito, soprattutto se è già elevato.

La rischiosità di un debito e quindi la sua sostenibilità dipende in modo essenziale dalla valutazione di chi detiene i titoli del debito, più ancora che dal suo ammontare. Un caso esemplare ed estremo è quello del Giappone, il cui rapporto d'indebitamento è eccezionalmente alto, 237% (2019). Il debito giapponese è però considerato sostenibile, ossia a basso rischio. Questo è dovuto al fatto che più del 90% del debito è detenuta da soggetti nazionali: tra cui la Bank of Japan (40%), le banche e il sistema assicurativo giapponesi. Il "mercato" qui rappresentato da estero, fondi e famiglie, ha in mano il 5/6% del totale. Le loro aspettative poco influenzano r anche perché il governo e il sistema

bancario giapponese seguono la politica di assorbimento del nuovo debito emesso, e contro questa politica s'infrange ogni ipotesi speculativa. La politica di espansione monetaria a sostegno del debito pubblico ha però l'effetto di comprimere il tasso d'interesse che dal 2012 è sistematicamente negativo.

Un secondo elemento che influisce sulla presunta rischiosità del debito è la forza e la credibilità finanziaria del paese che lo emette. Vi sono paesi storicamente affidabili, dotati di un mercato finanziario di dimensioni globali, e il cui debito ha un valore assoluto tale da rendere impensabile il suo fallimento: *too big to fail*. Sia il Regno Unito che gli Stati Uniti hanno un rapporto D/Y elevato - 101% nel primo e 108% nel secondo paese (2020) – ma sono debitori reputati assolutamente credibili dalle società di *rating*.

La situazione meno favorevole è quella dei paesi non così grandi da non poter fallire, che hanno una cattiva reputazione internazionale sui mercati finanziari e non sono sostenuti da una banca centrale nazionale: il caso emblematico è quello della Grecia dopo il 2009, che ha pagato duramente questa sua condizione di debolezza. L'Italia ha una quota elevata del proprio debito collocata sul mercato, non gode di solidissima reputazione finanziaria e non è dotata di una propria banca centrale. Tuttavia il suo debito è molto grande e dal 2012 beneficia della dichiarazione del Presidente della BCE di volere comunque salvare l'Euro (2012). Il concetto di sostenibilità del debito è dunque flessibile, e dipende da categorie non misurabili come l'affidabilità, il ruolo della banca centrale, e da chi i titoli di debito sono posseduti.

Dopo la crisi del 2008 il valore di D/Y cresce rapidamente. Non è, almeno transitoriamente, un problema pericoloso per gli Stati Uniti e il Regno Unito, la cui Banca centrale si fa carico dell'assorbimento del debito, almeno parzialmente. Lo è invece per singoli paesi di Eurolandia, privi di una Banca centrale nazionale e soggetti ai vincoli austeri del Trattato di Maastricht. I due paesi più in difficoltà sono proprio Grecia e Italia, rispetto ai quali Eurolandia segue due approcci diversi, in Grecia nel 2010 e Italia nel 2011/12, a conferma di quanto la politica economica vari, di fronte a casi apparentemente simili.

Nel 2009 il governo greco rende noto agli altri paesi europei che i conti pubblici dichiarati dai governi precedenti erano falsi. Il rapporto D/Y passa rapidamente da 107% nel 2007 a 167% nel 2011 e prende corpo il timore di fallimento. La Grecia avrebbe potuto scegliere

tra l'uscire dalla zona Euro, pagando un alto costo economico, e il cercare il ripianamento e la ristrutturazione del proprio debito sovrano. Con la prima soluzione gli altri paesi europei avrebbero visto aumentare l'instabilità dell'Euro; con la seconda avrebbero accettato le forti perdite delle banche, soprattutto francesi e tedesche, che detenevano quantità di debito greco (Y.Varoufakis, 2018). Il governo greco patteggiò con l'U.E. e il FMI, da posizione ovviamente debole, e dovette attivare una severissima politica fiscale – ossia l'aumento di S - e vendere anche alcune attività del patrimonio economico greco, con pesantissime conseguenze economiche e sociali.

In Italia il rapporto D/Y era salito dal 104% nel 2007 al 126% nel 2012, anno in cui crescono nei mercati i timori di insolvenza: lo *spread* passa da 25 punti base (2007) a poco più di 500 (2012). Il *default* del debito italiano avrebbe però causato costi altissimi a molte banche internazionali e verosimilmente fatto naufragare l'Euro. La soluzione concordata dall'Italia con gli altri paesi europei è quindi meno pesante di quella greca. Consiste nell'applicazione dell'algoritmo di cui si è appena detto: mantenere un surplus primario positivo e introdurre riforme che consentano di aumentare g. Il rischio di *default* scompare però quando la BCE, fino ad allora assente, entra in azione nel 2012 a protezione dell'euro, come indicato più sopra, fatto che determina un'immediata caduta dello *spread* e quindi una progressiva discesa di r. L'Italia evita il default grazie alla BCE.

Lo stato del debito pubblico, non solo italiano, si aggrava ulteriormente nel 2020 con la crisi covid che però spinge questa volta anche l'Europa a seguire il monetarismo keynesiano: da fine 2019 a fine 2020 il rapporto D/Y passa dall'84% al 100%. Per i paesi economicamente più avanzati nel loro complesso il rapporto D/Y supera il 120%, valore mai raggiunto prima di allora.

La risposta da tutti seguita per affrontare la crisi covid19, il monetarismo keynesiano, è inevitabile stante la necessità d'impedire il crollo delle varie economie. Manca però una chiara percezione delle conseguenze di lungo periodo e soprattutto sulla strategia di sganciamento da questa politica. La teoria economica non offre un libretto delle istruzioni e la politica economica naviga a vista. Per capire di più è quindi necessario fare delle ipotesi sulle politiche di bilancio pubblico nei prossimi anni, limitandoci ai paesi economicamente avanzati

Ci si può preliminarmente chiedere per quanto tempo ancora le contingenze indurranno a confermare comunque la politica di monetarismo keynesiano e quindi per quanto quindi il rapporto D/Y sia destinato a crescere ulteriormente. E' plausibile ritenere che gli impegni di spesa in deficit riguardanti la salute e del welfare proseguano almeno fino a tutto il 2022. A queste spese dovrebbero aggiungere quelle a sostegno della disoccupazione tecnologica, determinata dall'affermarsi del nuovo paradigma informatico, e soprattutto quelle destinate a riconvertire il sistema produttivo in senso più compatibile con la sostenibilità ambientale. Se ci si pone in quest'ultima prospettiva si comprenderà come la crescita futura non possa risultare trainata da una ripresa dei consumi attuali, ma da nuovi tipi di consumo e soprattutto da investimenti a rendimento differito, come d'altra parte previsto dal *Next Generation Plan* europeo. Il permanere di tassi d'interesse molto bassi, effetto del monetarismo keynesiano, indubbiamente li favorisce e offre un'opportunità per superare il rischio di "stagnazione secolare" e abbassare il rapporto D/Y , stante un maggiore valore di g dovuto agli investimenti. La fattibilità e il successo del cambiamento appena indicato dipendono però in modo essenziale dalla presenza di chiare linee guida pubbliche, oltre che dall'impegno diretto o indiretto dello Stato. Diversamente da quanto previsto dalla teoria tolemaica della crescita endogena, quella contemporanea ha bisogno della spinta esogena dello Stato.

Sembra dunque plausibile prevedere che per qualche anno ancora D cresca, significativamente. Affinché il rapporto D/Y risenta positivamente dell'aumento non congiunturale di g devono trascorrere ancora anni, ed è comunque necessario che il surplus primario S sia non negativo e che il tasso d'interesse r rimanga sufficientemente basso, sia per sostenere gli investimenti produttivi che per non abbattere l'effetto positivo dell'aumento di g su D/Y . Quindi la politica fiscale deve essere prudente, quella monetaria non può essere restrittiva, e il settore privato deve riscoprire l'investimento produttivo, e quindi il profitto, anziché continuare a privilegiare le attività finanziarie, e quindi la rendita. La via appena indicata è percorribile, ma a molte condizioni. Vi è inoltre un problema derivante dal livello di D/Y : quanto più alto è tanto più difficile è fare marcia indietro perché D , e quindi rD , pesa troppo. E' questo un problema che riguarda soprattutto, ma non solamente, paesi come l'Italia che già prima del 2020 aveva un rapporto D/Y molto

elevato, il cui debito è in parte rilevante (più di un terzo) piazzato su mercati internazionali o nelle mani della BCE, e la cui politica di bilancio prospettivamente faticherà a mantenere un surplus primario maggiore di zero e la cui politica monetaria compete alla BCE. Riguarda meno paesi con una situazione finanziaria solida, come la Germania, o paesi come gli Stati Uniti e il Regno Unito per la loro forza sui mercati finanziari internazionali. Torna istruttivo il caso giapponese. In questo paese, nonostante il perdurare di bassissimi tassi d'interesse, la crescita di g è stata lenta per la staticità degli investimenti produttivi e la conseguente lenta crescita della produttività. Gli investimenti privati non sono stati “spiazzati” dal debito pubblico per effetto di un tasso d'interesse più alto imposto al settore privato dalle banche, impegnate ad acquistare debito pubblico. La stessa Bank of Japan compra debito e/o a offre alle banche moneta per il suo acquisto. E' però anche vero che a seguito della politica seguita dalla Bank of Japan è diminuita la profittabilità delle banche, zavorrate da riserve cariche di debito pubblico, e questo potrebbe averle rese più avverse a impieghi rischiosi quali sono soprattutto quelli di lungo periodo. Sembrerebbe però più plausibile ritenere che gli investimenti privati languono perché non conviene farli, ossia che vi sia “stagnazione secolare”. Le imprese preferiscono la rendita finanziaria al profitto imprenditoriale. Forse solo la mano visibile dello Stato potrebbe modificare questa situazione. Vi è però da considerare che D è così alto che non è pensabile di riuscire a ridurlo solo grazie all'opinabile aumento di g : bisogna intervenire direttamente su D , con una politica fiscale mirata a ottenere un surplus primario S non negativo. Questo significherebbe la fine del *quantitative easing* e l'aumento del tasso d'interesse, con effetti negativi sia sugli investimenti che sul costo del rimborso dei debiti (rD). L'altissimo debito accumulato dal Giappone ha affondato l'offerta di moneta nelle “trappola della liquidità” da cui la politica economica ha difficoltà ad uscire. La politica economica è in una posizione di stallo. L'unica soluzione configurabile sembrerebbe dunque essere qualche intervento non convenzionale sullo stock di debito come l'azzeramento di tutto o di parte del debito segnato come attività nel bilancio della Bank of Japan, oppure la sua trasformazione in debito irredimibile. Data la configurazione della proprietà del debito pubblico un intervento di questo tipo potrebbe essere preso dal governo giapponese, ma in realtà richiede il consenso della comunità finanziaria internazionale e del FMI in

particolare. La via d'uscita dall'alto indebitamento è tanto più complicata quanto più alto esso è e potrebbe richiedere scelte non convenzionali che inevitabilmente presuppongono un consenso o un accordo tra i principali attori finanziari internazionali. Questo discorso vale in particolar modo per i paesi di Eurolandia la cui politica monetaria, ma anche del debito pubblico, compete non a banche nazionali ma alla BCE.

Non si è fin qui parlato di inflazione derivante dal *quantitative easing* o come possibile strategia cercata dalle Banche centrali per ridurre il peso dell'indebitamento. Fino ad oggi la fortissima espansione monetaria è stata “sterilizzata” dallo stato depressivo in cui si trova l'economia dei paesi più sviluppati, dalla conseguente stagnazione del costo del lavoro, dal basso costo dell'energia e delle materie prime, e dal boom dei mercati finanziari. In un prossimo futuro questa condizione potrebbe mutare proprio per la enorme carica dei due cannoni usati dalla politica economica nel 2020/21. Le aspettative finanziarie già lo temono e infatti aumenta il divario tra tassi d'interesse a breve e a lungo periodo. Potrebbe impennarsi il prezzo delle materie prime o potrebbero evidenziarsi strozzature nelle catene produttive globali, oppure potrebbe avvenire che chi ha la possibilità di fissare il proprio prezzo, soprattutto nei settori meno esposti alla concorrenza estera, aumenti i propri prezzi per recuperare i redditi perduti a causa di covid. Un tasso d'inflazione moderato sta tra le cose probabili e sarebbe anche un buon segno perché significherebbe che l'economia reale ha cominciato a muoversi e che sta entrando in azione un meccanismo di erosione del rapporto D/Y e del valore reale di D . Appare invece poco fondato pensare a un'inflazione galoppante e soprattutto vederla come possibile strumento messo in atto dalle Banche centrali per abbattere il valore reale dell'indebitamento globale. Negli obiettivi istituzionali di queste banche, e in particolar modo della BCE, vi è la difesa del valore della moneta nazionale, obiettivo che non può essere sacrificato per raggiungerne altri (livello di occupazione e crescita) che comunque non sono aiutati dall'iperinflazione, come insegna l'esperienza passata della stagflazione. L'aumento dell'inflazione crea aspettative inflazionistiche alimentando un circolo vizioso destabilizzante.

Conclusioni

Le pagine che precedono contengono un racconto, e molti commenti, riguardante la lunga

storia del governo dell'economia, dai tempi di D.Ricardo ad oggi, che ha sempre visto all'opera e spesso contrapposto Stato e mercato. Per più di un secolo gli scambi e le economie nazionali e internazionali si basano sulla regia dei mercati e sulla fiducia nell'oro, e il principale soggetto di politica macroeconomica sono le Banche centrali (politica monetaria), tra le quali la Bank of England è *prima inter pares*. Lo Stato e il suo bilancio sono componenti marginale dell'economia, in tempi di pace, e quasi un ostacolo al buon funzionamento del mercato. Il pensiero economico dominante, qui chiamato tolemaico perché mercato-centrico, offre un paradigma teorico coerente con questa economia e politica economica. Quest'epoca si conclude con la Prima guerra mondiale, con l'affermarsi del Nuovo mondo, e infine con il grande crack del mercato nel 1929. Muta la politica macroeconomica e si afferma il nuovo paradigma disegnato da Keynes che, preso atto del nuovo contesto politico ed economico e dell'incapacità del pensiero tolemaico di interpretarlo, assegna allo Stato un nuovo e necessario ruolo nel sostenere l'economia (politica fiscale): è quella qui definita rivoluzione copernicana, che prevede l'opportuna collaborazione tra mercato e Stato. Terminata la Seconda guerra mondiale il dollaro, ancora ancorato all'oro, diviene il nuovo perno dell'economia mondiale e lo Stato si assume il governo delle economie, affiancato dalle Banche centrali, tra le quali la FED è *prima inter pares*, oltre che dal FMI. La fase keynesiana si conclude negli anni Settanta in seguito alla crisi del dollaro e alla stagflazione. Matura e si afferma il neo-liberismo: è un ritorno talebano al passato tolemaico, ma con alcune importanti differenze. Il nuovo passato è un progetto politico prima ancora che economico, e intende il mercato come supremo ordinatore dell'economia e della società. Lo Stato, negli Stati Uniti e nel Regno Unito ma non in Europa, tassa di meno ma spende di più, e lascia grande spazio alla libera concorrenza che non è egualmente libera per tutti: sempre più priva di controlli favorisce le concentrazioni monopolistiche, come è ragionevole attendersi. Crescono le rendite sui mercati finanziari e immobiliari, e anche del lavoro. I primi diventano il vero *dominus* dell'economia e trasformano in valori finanziari gli stessi attori dell'economia, le imprese e le persone. La politica economica torna nelle mani delle Banche centrali – in particolare la FED e la Bank of England - che, debellata l'inflazione con gli alti tassi d'interesse, a partire dagli anni Novanta li pilotano al ribasso e li fanno infilare nella “trappola della

liquidità” keynesiana. Così facendo sostengono l’indebitamento privato e pubblico, e gonfiano i valori delle attività finanziarie e immobiliari. Con questo insieme di politiche si arriva alla Grande depressione del 2008, a cui la politica economica risponde con la contemporanea accelerazione dell’offerta di moneta (*quantitative easing*) e del debito pubblico (*deficit spending*), ovvero con il monetarismo keynesiano. Così facendo si evitano gli alti costi di una lunga depressione, che hanno come genitori gli alti profitti e rendite del precedente decennio, e li trasformano in debito pubblico al cui rimborso provvederà il futuro, che diviene però un angosciante presente nel 2020. La pandemia covid19, che non è solo esogena - l’ossessione della prosperità immediata e del guadagno finanziario ha portato a trascurare ogni prevenzione, e la ricerca affannosa della crescita del PIL ha complicato i rapporti tra uomo e natura –, ripropone rafforzata la combinazione *quantitative easing – deficit spending*. Il rapporto debito pubblico/PIL globale raggiunge livelli mai toccati prima. Uscirne non è facile seguendo la via canonica, quella di tenere molto basso il tasso d’interesse r , di aumentare il surplus primario S e la crescita g del PIL. Non lo è soprattutto per i paesi più indebitati. Il caso giapponese è in tal senso esemplare. La via dell’inflazione superiore al 2-3%, non sta nell’attuale orizzonte politico di banche e governi. Ogni altra soluzione, soprattutto se eterodossa, come potrebbe anche risultare inevitabile, dovrebbe coinvolgere le Banche centrali, ma comunque in modo tacitamente o esplicitamente concordato a livello internazionale.

La lunga storia del governo dell’economia segnala che sotto il regime tolemaico – *laissez faire* e neo-liberismo – si sono verificate alcune gravi crisi che, nate nei mercati finanziari – le maggiori nel 1873, 1929, 2008 –, per travasarsi subito sui mercati del lavoro e dei beni prodotti, con gravi costi sociali. Le politiche economiche (monetarie) utilizzate in queste occasioni si sono mostrate inadeguate. Le ricette keynesiane, da quando utilizzate, sono risultate in tal senso indispensabili. Queste ultime, nate dall’attenta osservazione del funzionamento dell’economia fattuale, non sono un tentativo di implementare una teoria astratta, come è il caso del paradigma tolemaico. In particolare è importante un’osservazione: nella complessa economia contemporanea lo Stato ha il ruolo insostituibile di allungare l’orizzonte temporale delle scelte, di prevenire le crisi che si generano nei mercati, e in particolare in quelli finanziari, e nel caso di curarle. Le ricette

keynesiane hanno accompagnato la *golden age* e non sono state la causa principale della stagflazione degli anni Settanta, su cui hanno invece inciso molto fatti esterni ai mercati come la guerra del Vietnam, la conflittualità generazionale/sociale, la forza del cartello dei produttori di petrolio, l'intrinseca instabilità del Trattato di Bretton Woods.

Il problema è oggi quello di riportare l'economia su binari appropriati, che non sono quelli deraglianti della finanza, ma quelli su cui corrono gli investitori privati lungimiranti e lo Stato. E' necessario prefigurare e implementare una sana uscita dall'alto indebitamento pubblico e configurare una drastica revisione del rapporto dell'economia con la natura. Tutto questo può avvenire se e solo se vi è una diffusa consapevolezza collettiva della posta in gioco e i governi la sanno tradurre in corrette politiche.

BIBLIOGRAFIA

- M.Atwood, *Payback*, Bloomsbury publishing, 2008
- R.Bacon e W.Eltis, *Britain's Economic Problem: too Few Producers*, Macmillan,1976
- C.Bianchi, *Moneta*, in G.Lunghimi (a cura di), *Dizionario di economia*, Interesse- Moneta, Boringhieri,1982
- J.Bodin, *A propos de la monnaie et de l'enrichissement de toute chose et le moyen d'y remédire*, 1568
- I.Cipolletta, *Banchieri, politici e militari- Passato e futuro delle crisi globali*, Laterza, 2010
- P.Collier, *Il futuro del capitalismo*, Laterza, 2020
- G. Cross, *Tempo e denaro, La nascita della cultura del consumo*, il Mulino, 1998
- E.Domar, '*The Burden of the Debt' and the National Income*, American Economic Review, 1944, (4)
- M.Feldstein, *Resolving the Global Unbalances: the Dollar and the U.S. Saving Rate*, Journal of Economic Perspectives, Summer 2008
- I.Fisher, *Opere di I.Fisher*, UTET, 1974
- M.Francese, A.Pace, *Il debito pubblico italiano dall'Unità ad oggi*, Banca d'Italia, Occasional papers, 2008
- M.Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago Un.press, 1962
- M.Friedman,*The Metodology of Positive Economics*, in *Essays in Positive Economics*, Chicago Un.Press, 1966
- M.Friedman, *Inflation and Unemployment, the New Dimensions of Politics*, Alfred Nobel Memorial Lecture, IEA, Occasional paper 51, 1976
- K.Galbraith, *Il grande crollo*, ed. Comunità, 1962
- K.Galbraith, *Il nuovo stato industriale*, Einaudi, 1968
- D.Graeber, *Debito, I primi 5000 anni*, il Saggiatore, 2012
- F.Illies, *1913 L'anno prima della tempesta*, Marsilio, 2013
- R.Lucas, *Macroeconomic Priorities*, American Economic Review, March 2003
- R.Lucas, *The Death of Keynesian Economics*. Issues and Ideas, 2, 1980
- J.M.Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, Mac Millan,1919
- R.Marris, *La teoria economica del capitalismo manageriale*, Einaudi, 1972

A.Marzola, F.Silva (eds.), *J.M.Keynes. Language and Method*, E.Elgar, 1994

S.Massini, *Leheman trilogy*, Einaudi, 21014

A.Mian, A.Sufi, *House of debt*, Chicago Un. Press, 2015

J.Micklethwait, A.Wooldridge, *The Right Nation, Why America is Different*, Allen Lane, 2004

H.Minsky, *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Einaudi, 1989

E.Morin, *Cambiamo strada*, F.Cortina ed., 2020

J.O'Connor, *La crisi fiscale dello stato*, Einaudi, 1977

T.Piketty, *Capital in the Twenty-first Century*, Harvard Un. Press, 2014

T.Piketty, *Capitale e ideologia*, La nave di Teseo, 2020

K.Pistor, *Il codice del capitale*, LUISS, 2021

K.Polany, *La grande trasformazione*, Einaudi, 1974

D.Quammen, *Spillover*, Adelphi, 2014

H.Rosenblatt, *The Lost History of Liberalism, from Acient Rome to the Twenty-first Century*, Princeton Un. Press, 2018

G.Shackle, *The Years of High Theory*, 1967, Cambridge Un.Press

H.Schilling, *1517*, Keller ed., 2017

R.Skildesky, *Money and Government*, Yale Un. Press, 2018

R.Skildesky, *J.M.Keynes:the Economist as Savior,1920-1937*, Penguin, 1994

B.Steil, *La battaglia di Bretton Woods*, Donzelli, 2019

T.Stoppard, *Rosencrantz and Guildenster Are Dead*” FF Plays, 1964

L.Summers, *Reflections on the new “Secular Stagnation” Hypothesis*, VOX, CEPR Policy portal, 30/10/2014

Y.Varoufakis, *Adulti nella stanza*, La Nave di Teseo, 2018

P.Volker, *Financial Reform: Unfinished Business*, in New York Review of the Books, Nov. 2011