



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore  
**Osservatorio CPI**  
Osservatorio conti pubblici italiani

**Collegio Carlo Alberto**  
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO

# Come sono stati ridotti i debiti pubblici nei paesi avanzati: l'esperienza dal dopoguerra a oggi

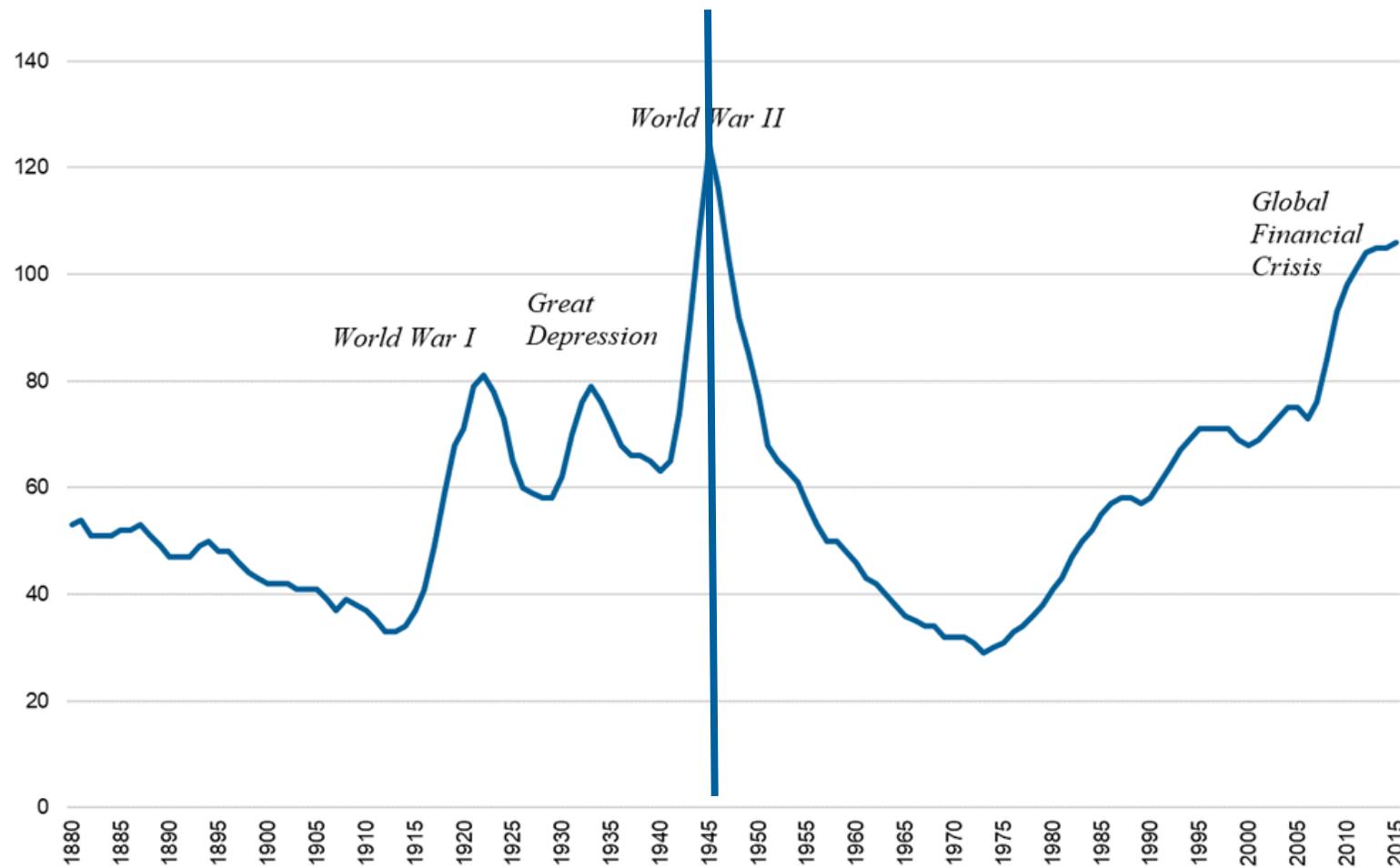
*di Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli, Carlo Valdes*

Con il contributo di



**Collegio Carlo Alberto**  
**Torino, 13 maggio 2019**

# Rapporto debito/pil nelle economie avanzate: 1880-2015



## I 30 casi di successo

Analizziamo tutti i casi di successo:

Diminuzione debito/pil > 25% + Grecia (ristrutturazione del 2012) e Finlandia e Francia (poco sotto il 25%).

- I paesi avanzati sono 39 (definizione IMF). Ne consideriamo 23 perché escludiamo i paesi dell'Est Europa e quelli per i quali non ci sono dati continui.
- 30 episodi in 21 paesi (in alcuni ci sono più episodi).
- I due paesi che mancano sono Portogallo e Germania. (La Germania ha ridotto il Debito/Pil del 21% fra 2010 e il 2018).

N.B. Per alcuni paesi (tra cui Germania e Israele) mancano i dati dell'immediato dopoguerra.

## Inflazione (1/2)

Country	Periodo	Anni	Debito iniziale (% Pil)	Debito finale (% Pil)	Delta debito (% Pil)	Avanzo primario medio	Crescita media Pil reale	Inflazione media	Inflazione massima
Italia	1945 - 1947	2	74	25	<b>-49</b>	-7.0	24	40	<b>62</b>
Francia	1945 - 1948	3	147	32	<b>-115</b>	-7.2	23	53	<b>59</b>
Finlandia	1945 - 1951	6	59	14	<b>-45</b>	1.3	6	26	<b>59</b>
Giappone	1946 - 1951	5	63	13	<b>-50</b>	8.0	10	81	<b>195</b>
Austria <sup>1</sup>	1948 - 1957	9	40	10	<b>-30</b>	-2.2	9	10	<b>28</b>
Israele	1984 - 2000	16	284	80	<b>-204</b>	1.8	2	33	<b>304</b>
<b>Media</b>		<b>6.8</b>	<b>111</b>	<b>29</b>	<b>-82</b>	<b>-0.9</b>	<b>12</b>	<b>41</b>	<b>118</b>

<sup>1</sup> 74 percent of the debt reduction in Austria occurred between 1948 and 1951. In this period, average inflation was 30.4 percent.

## Inflazione (2/2)

- Riduzione media del debito = 82 punti in pochissimo tempo (!)
- In generale, bilancio primario in deficit (-0.9 per cento in media).
- Inflazione max. Italia (1946)= 62%, Finlandia (1946)= 59%, Giappone (1947) =195%. Anche il rimbalzo della crescita. In Italia, nel 46-47 si recupera gran parte della caduta 44-45.
- In Italia il debito scende dal 74% nel '45 al 25% nel '47. In Francia dal 147% nel '45 al 32% nel '48.
- L'inflazione non è una scelta per ridurre il debito, ma conseguenza della distruzione dell'offerta dovuta alla guerra. Es. Austria partiva con debito al 40% (nel '48) e lo riduce al 15% già nel 1950.
- Cruciale che l'inflazione sia non prevista, altrimenti viene incorporata nei tassi di interesse. Quindi occorrono eventi eccezionali come una guerra o un radicale cambio di regime.

## L'epoca di Bretton Woods: repressione finanziaria, crescita, inflazione moderata (1/4)

Country	Periodo	Anni	Debito Iniziale (% Pil)	Debito finale (% Pil)	Delta Debito (% Pil)	Riduzione media annua	Avanzo primario medio	(i-g) medio	Crescita media Pil reale	Interessi medi sul debito (% Pil)	Inflazione media
Canada	1945-1953	8	156	67	<b>-89</b>	-11.1	4.6	<b>-6.5</b>	4.1	2.7	5.5
Australia	1946-1964	18	69	21	<b>-49</b>	-2.7	1.6	<b>-1.1</b>	4.6	1.2	5.3
Belgio	1946-1951	5	183	87	<b>-96</b>	-19.2	0.5	...	5.4	1.7	5.0
Olanda	1946-1974	28	234	36	<b>-198</b>	-7.1	1.4	<b>-5.7</b>	5.6	1.9	4.8
Nuova Zelan.	1946-1974	28	148	41	<b>-107</b>	-3.8	2.0	<b>-1.8</b>	4.4	1.7	4.9
Svizzera	1946-1963	17	74	11	<b>-64</b>	-3.7	1.8	<b>-1.9</b>	4.7	1.0	1.7
UK	1946-1981	35	225	39	<b>-186</b>	-5.3	1.5	<b>-3.8</b>	2.2	3.9	7.1
USA	1946-1981	35	115	40	<b>-75</b>	-2.1	0.8	<b>-1.4</b>	3.5	1.6	4.6
Norvegia	1947-1953	6	92	41	<b>-51</b>	-8.5	1.4	<b>-7.1</b>	4.6	0.9	5.3
Francia	1949-1969	20	39	14	<b>-24</b>	-1.2	-1.0	<b>-2.2</b>	5.1	1.0	5.3
<i>Media</i>		<b>20</b>	<b>134</b>	<b>40</b>	<b>-94</b>	<b>-6.5</b>	<b>1.5</b>	<b>-5.0</b>	<b>4.4</b>	<b>1.8</b>	<b>4.9</b>

## L'epoca di Bretton Woods: repressione finanziaria, crescita, inflazione moderata (2/4)

- Anche qui si comincia nel dopoguerra, ma si va in genere fino agli anni '60. Belgio è un'eccezione (operazione straordinaria nel '48).
- Inflazione media = 4.9%
- Tasso medio sul debito sotto il 2%, con poche eccezioni. Dunque molto più basso dell'inflazione. Crescita elevata, al 4.4%.
- (i-g) sempre negativo.
- Avanzi primari in genere positivi, ma bassi: in media 1,5% del Pil.
- Riduzioni debito/Pil: Paesi Bassi (-198), UK (-186), Belgio (-96), Canada (- 96).

## L'epoca di Bretton Woods: repressione finanziaria, crescita, inflazione moderata (3/4)

- Tassi reali bassi e a volte negativi. Perché? Difficile dire, ma la repressione finanziaria ha avuto un ruolo.
  - Controlli sui movimenti di capitale normale dai tempi di guerra + 88% del debito era domestico nei paesi avanzati + tetti ai tassi di interesse + banche pubbliche + vincoli di portafoglio + massimali sui prestiti che di fatto dirottavano risorse sui titoli pubblici.
- In generale, la motivazione non era piazzare il debito, ma evitare perdita di riserve ufficiali e controllare il credito per contrastare l'inflazione (e per evitare eccessiva concorrenza).
- “Non c'è alcuna evidenza che il ricorso ai massimali sul credito sia correlato all'entità dei disavanzi pubblici. Anzi semmai vi è qualche evidenza del contrario”. Cottarelli, Galli et al. (1986)

## L'epoca di Bretton Woods: repressione finanziaria, crescita, inflazione moderata (4/4)

- Il punto chiave: **la repressione finanziaria è una tassa sui detentori di titoli pubblici.**
- Reinhart and Sbrancia (2015) la calcolano = tasso reale (negativo) x stock di debito.
- 6.1% del pil in Francia; 4.6% in Belgio; 3.5 nel Regno Unito; 2% in the US.

## Aggiustamento ortodosso (1/4)

Country	Periodo	Anni	Debito iniziale (% Pil)	Debito finale (% Pil)	Delta debito (% Pil)	Avanzo primario medio	(i-g) medio	Crescita media Pil reale	Interessi medi sul debito (% Pil)
Irlanda	1987-2001	14	108	33	-75	4,5	-0,8	6,9	5,3
Nuova Zelanda	1992-2007	15	65	15	-50	4,5	1,1	3,5	2,5
Belgio	1993-2007	14	134	87	-47	4,9	1,5	2,4	6,4
Danimarca	1995-2007	12	71	27	-44	4,7	1,1	2,2	3,4
Olanda	1993-2007	14	77	42	-35	2,6	0,1	2,9	3,7
Norvegia	1993-1998	5	53	23	-30	6,6	0,7	4,5	2,5
Finlandia	1994-2008	14	56	33	-23	4,6	2,9	3,7	2,6
Islanda	1995-2007	10	58	24	-34	3,1	-0,3	5,1	3,1
Canada	1996-2007	11	101	67	-34	3,4	0,4	3,3	6,1
Spagna	1996-2007	11	66	36	-30	2,4	-0,4	3,8	2,8
Svezia	1996-2008	12	69	37	-32	3,9	1,2	3,2	2,8
<b>Media</b>		<b>12</b>	<b>78</b>	<b>38</b>	<b>-40</b>	<b>4,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>

## Aggiustamento ortodosso (2/4)

- 11 casi tutti dagli anni '90. In tutti questi casi, inflazione bassa.
- i-g tipicamente positivo. Finita l'era della repressione finanziaria, perché tutti i paesi avevano liberalizzato.
- Ovunque, avanzi primari elevati: in media 4.1% mantenuti per molti anni. Canada per 11 anni ha tenuto l'avanzo primario al 3.4%.
- Riduzione media del debito/pil= -40 punti!! In Irlanda: -75 dal 1987 al 2001!!
- Non sembra che l'aggiustamento abbia fatto danni alla crescita. Crescita media = 3.8% annuo.

## Aggiustamento ortodosso (3/4)

Country	Periodo	Avanzo primario medio (t+3)	Avanzo primario medio (t-3)	Delta avanzo primario	Spesa primaria media (t+3)	Spesa primaria media (t-3)	Delta Spesa	Pressione fiscale media (t+3)	Pressione fiscale media (t-3)	Delta pressione fiscale	Contributo della spesa	Avanzo primario aggiust. ciclo (t+3)	Avanzo primario aggiust. ciclo (t-3)
	A	B	C	D=B-C	E	F	I=-(E-F)	G	H	L=G-H	M=I/D	N	O
Irlanda	1987-2001	4,7	-0,5	<b>5,2</b>	36,5	43,1	6,6	41,2	42,6	-1,5	<b>130%</b>	NA	NA
Nuova Z.	1992-2007	6,0	1,3	<b>4,8</b>	30,8	36,8	6,1	36,8	38,1	-1,3	<b>130%</b>	NA	NA
Belgio	1993-2007	4,3	3,3	<b>1,0</b>	43,5	43,1	-0,4	47,8	46,4	1,4	<b>-40%</b>	4,3	2,7
Danimarca	1995-2007	3,7	2,2	<b>1,5</b>	51,4	52,7	1,3	55,1	54,9	0,2	<b>90%</b>	3,2	2,2
Olanda	1993-2007	2,7	2,9	<b>-0,2</b>	46,1	49,3	3,3	48,8	52,2	-3,5	...	-0,1	NA
Norvegia	1993-1998	6,0	2,2	<b>3,8</b>	48,3	51,7	3,4	54,3	53,9	0,4	<b>90%</b>	NA	NA
Finlandia	1994-2008	0,4	-3,1	<b>3,5</b>	55,2	59,8	4,6	55,6	56,7	-1,1	<b>130%</b>	-0,7	-2,9
Islanda	1995-2005	2,9	-0,1	<b>3,1</b>	39,8	41,3	1,5	42,7	41,2	1,5	<b>50%</b>	2,2	2,2
Canada	1996-2007	5,1	0,1	<b>5,0</b>	38,4	42,3	3,9	43,5	42,4	1,1	<b>80%</b>	5,4	0,6
Spagna	1996-2007	1,4	-1,1	<b>2,4</b>	36,8	35,3	-1,5	38,1	34,2	3,9	<b>-60%</b>	NA	NA
Svezia	1996-2008	4,6	-0,9	<b>5,5</b>	54,6	60,2	5,6	59,2	59,2	-0,1	<b>100%</b>	-0,5	-6,2
<b>Media</b>		<b>3,8</b>	<b>0,6</b>	<b>3,2</b>	<b>43,7</b>	<b>46,9</b>	<b>3,1</b>	<b>47,5</b>	<b>47,4</b>	<b>0,1</b>	<b>70%</b>	<b>2.0</b>	<b>-0,8</b>

## Aggiustamento ortodosso (4/4)

- Avanzi primari aumentati nel triennio successivo rispetto alla media del triennio precedente. In media: +3.6% esclusi i Paesi Bassi (che avevano aumentato il primario dal '92, ma la debt ratio non diminuì subito a causa della crisi europea).
- Migliora anche avanzo primario aggiustato per il ciclo (+2.8), indicazione che non è la crescita che produce il miglioramento del primario.
- Quasi ovunque aggiustamento basato sulla spesa, ma in vari paesi ruolo importante o anche predominante delle entrate. Es. Irlanda= 130% significa che hanno ridotto le tasse. Ma in Belgio = -40% significa che il contributo della spesa è stato negativo.
- In media, correlazione negativa fra avanzo primario e crescita (su cross section) è negativo → i paesi con meno crescita hanno dovuto fare avanzi primari maggiori.

## Privatizzazioni e debt management (1/3)

Privatizzazioni: 1990-2000			
Paese	Proventi privatizzazioni (mld US\$)	Proventi medi annui (% of Pil)	Avanzo primario medio (% of Pil)
Belgio	9.6	0.3	4.7
Canada	10.6	0.2	0.9
Danimarca	6.0	0.3	4.0
Finlandia	11	0.8	1.7
Islanda	0.4	0.4	2.1
Irlanda	7.6	0.8	4.7
Olanda	13.6	0.3	3.2
Nuova Zelanda	9.4	1.7	3.6
Norvegia	2.9	0.2	6.4
Spagna	37.7	0.6	0.2
Svezia	17.3	0.6	1.5
<b>Media</b>	<b>11.5</b>	<b>0.6</b>	<b>3.0</b>

## Privatizzazioni e debt management (2/3)

- Anni '90 perché sono gli anni d'oro delle privatizzazioni.
- Solo i paesi che hanno avuto successo nel ridurre il debito.
- Le entrate medie da privatizzazioni sempre < avanzi primari (in media  $0.6\% < 3\%$ ).
- Contributo importate solo in paesi con una forte presenza iniziale dello Stato: Nuova Zelanda ( $1.68 \times 11 =$  circa 18% in 11 anni), Finlandia e Irlanda (circa 9%).
- Tolti questi tre, la media degli altri è 3% in 11 anni.
- **Privatizzazioni hanno contribuito, ma mai il fattore decisivo.**

## Privatizzazioni e debt management (3/3)

- Debt management: importante e molto migliorato nelle tecniche e infrastrutture di mercato. Ma in nessun caso è un fattore decisivo in mancanza di scelte politiche sul bilancio primario.
- “Giapponesizzazione” del debito, ossia renderlo appetibile per i residenti al fine di liberare il paese dagli umori mutevoli dei mercati (ammesso che sia auspicabile), non ci risulta che qualcuno ci sia riuscito.

## La ristrutturazione del debito (1/2)

Tre lezioni dalla Grecia

### 1. Crolla il Pil, perché:

- la ristrutturazione è una tassa sulla ricchezza che deprime la domanda interna,
- la perdita per le banche causa un credit crunch,
- scende a livello “spazzatura” sia il rating sovrano sia quello delle imprese. Anni per ritornare sul mercato.

### 2. Anche ristrutturazioni draconiane possono avere un effetto modesto sul rapporto debito/pil:

- crolla il Pil
- non si possono ristrutturare i debiti verso i creditori ufficiali che hanno appena fatto dei prestiti per un bail-out
- non si possono far fallire le banche.

Per questi motivi, la ristrutturazione del debito greco del marzo 2012 tagliò il valore facciale del debito del 52%, ma il rapporto debito Pil scese solo di 21 punti, dal 181% del 2011 al 160% nel 2012.

## La ristrutturazione del debito (2/2)

### 3. La ristrutturazione non è alternativa all'avanzo di bilancio.

Infatti in Grecia il debito/pil ritorna quasi al valore iniziale già nel 2013, perché deficit=13%. Di lì una via crucis fino a avanzo primario di oggi (4.5%). Avanzo necessario anche per riacquistare la credibilità perduta. Ci sono voluti 7 anni per tornare sul mercato!!

L'imposta patrimoniale? Più equa della ristrutturazione (Keynes), ma molto più difficile da attuare.

## La teoria del denominatore: la favola (1/5)

È la storia preferita dei politici di tutto il mondo in campagna elettorale. Tagliamo le tasse e l'economia riparte: bilancio e debito/pil vanno a posto da soli (oppure aumentiamo le spese).

- Non troviamo casi in cui questo è successo.
- Questo risultato non è possibile nell'ambito di uno schema Keynesiano. Nel paper ridimostriamo il teorema di Samuelson (1940) che egli così enunciava: *“Sotto le ipotesi fatte [quelle del modello keynesiano standard], si può affermare come un teorema dell'analisi del Moltiplicatore che un aumento della spesa di un dollaro aggiuntivo non può dar luogo ad un aumento di un dollaro o più del gettito fiscale anche quando si prendano in considerazione tutte le interazioni successive nel corso del tempo”*.

## La teoria del denominatore: la favola (2/5)

- Nel paper, argomentiamo anche che è impossibile che un aumento del deficit produca un aumento del Pil tale da ridurre il rapporto debito/pil, se non nel breve periodo, perché il maggior deficit fa aumentare il Pil, ma nel tempo fa aumentare il debito in misura proporzionalmente maggiore e, in linea di principio, senza limiti.
- Se la favola fosse vera, quando si annuncia un aumento del deficit le agenzie di rating e i mercati dovrebbero far festa. Così non è.
- In Portogallo nel 2017, il deficit è aumentato per un'operazione una tantum per salvare la principale Cassa di risparmio del Paese. Al netto di questa, è sceso.

## La teoria del denominatore: la favola (3/5)

- In teoria le cose possono cambiare se si introducono effetti supply-side, curva di Laffer e investimenti molto produttivi.
- La curva di Laffer dice che riducendo le aliquote, quando queste sono molto elevate, la gente lavora di più e questo fa aumentare il gettito fiscale.
- Fu sperimentata sotto Reagan all'inizio degli anni '80. Effetto forse positivo sulla crescita (si partiva da aliquote sul reddito al 90%!!), ma certamente negativo sul bilancio. Negli anni di Reagan, il debito salì di 20 punti.
- Nel 2012 l'Università di Chicago fece un sondaggio presso gli economisti americani: "Ritieni che un taglio delle imposte possa portare a un miglioramento del bilancio nell'arco di 5 anni?". Nessuno si dichiarò d'accordo e il 77% rispose di essere in forte disaccordo.

## La teoria del denominatore: supply side ed isteresi (4/5)

- Le cose stanno un po' diversamente se si parla di investimenti pubblici.
- Negli anni post crisi, il tema è stato affrontato in una nuova ottica a seguito di un paper di Brad De Long e Larry Summers (2102) che hanno sottolineato il ruolo di effetti "permanent" o di "isteresi" sull'output potenziale derivanti da recessioni molto gravi, come quella del 2009.
- L'argomento è che durante una recessione profonda una espansione fiscale (meglio se fatta con investimenti) migliora il potenziale crescita dell'economia nel lungo periodo e questo, sotto certe condizioni, può portare, alla lunga, ad un miglioramento del gettito fiscale e del bilancio pubblico.

## La teoria del denominatore: supply side ed isteresi (5/5)

Spesso l'argomento di De Long e Summers (DS) è stato mal compreso. Sottolineiamo 3 punti:

1. DS (e tutta la successiva letteratura) parlano di espansioni temporanee. Si aumenta il deficit oggi, ma lo si riporta in equilibrio domani. Questo è cruciale. Non vi è nessuna licenza di fare deficit senza limiti. **A ogni deficit oggi deve corrispondere un piano di aggiustamento domani.**
2. La teoria si applica a **situazioni eccezionali**, come il 2009, in cui verosimilmente i moltiplicatori sono particolarmente elevati. In effetti, quasi tutti gli economisti – e anche noi - ritengono che le misure di sostegno all'economia nel 2009-2010 siano state necessarie.
3. L'espansione fiscale non ha effetti negativi sullo spread, perché il paese ha un debito che è ritenuto sostenibile. Era vero negli Usa, ma non in vari paesi europei, tra cui il nostro.

## Mutualizzazione dei debiti pubblici: una soluzione improbabile

- Non conosciamo casi di mutualizzazione del debito, se non a seguito di guerre che hanno ridisegnato la struttura delle nazioni. Cavour (1861) e George Washington (1780).
- Nel 2011, il Consiglio degli Esperti Economici della Germania propose istituire un Redemption Fund con lo scopo di mettere in comune i debiti pubblici che eccedessero la soglia del 60%. Con responsabilità condivisa di tutti gli Stati Membri. In questo modo, i paesi forti prestavano la loro credibilità a quelli più deboli, i quali in cambio si impegnavano a fare politiche serie di risanamento.
- Punto chiave: nessuno propone un free lunch per i paesi da alto debito. **Lo scopo è esclusivamente quello di evitare che momentanee crisi di liquidità si trasformino in insolvenza.** Il sentiero dell'aggiustamento è lo stesso con o senza la mutualizzazione.

## Conclusioni (1/2)

1. Impossibile oggi fare **inflazione** e farla a sorpresa. Nessuno lo vorrebbe e anche nel dopoguerra era considerata una sventura da cui liberarsi al più presto.
2. Impossibile riprodurre gli anni d'oro di **Bretton woods**, anche se ci sono riforme che possono rafforzare la crescita. Con le moderne tecnologie, molto difficile reintrodurre controlli sui capitali e repressione finanziaria. In ogni caso, la repressione finanziaria funziona in quanto è una tassa sulla ricchezza; allora ci sono tasse meno distorsive. Anche qui non c'è un pasto gratis.
3. Le **privatizzazioni/valorizzazione** del patrimonio pubblico possono aiutare, specie se si parte con un forte ruolo dello Stato (come era spesso negli anni '90), ma in nessun paese sono state decisive.
4. Un buon **debt management** è importante, ma non si conosce nessun paese che sia riuscito a “giapponesizzare” il proprio debito, ossia a farlo acquistare dai residenti e liberarsi dai rischi dei mercati internazionali.
5. La **mutualizzazione** parziale dei debiti forse non è del tutto impossibile, ma non può non comportare obblighi di risanamento rigorosi in capo ai paesi ad alto debito.

## Conclusioni (2/2)

6. La strategia del **“denominatore”** non esiste nei dati e neanche nella teoria economica, anche se è la più gettonata dai politici alla ricerca di facile popolarità. Ma non è vera, neanche alla luce di una (corretta) lettura del revival keynesiano che è avvenuto nel post crisi.
7. La **ristrutturazione del debito** potrebbe divenire una drammatica necessità, ma a nostro avviso avrebbe effetti devastanti sull’economia e sulla società italiana. Come dimostra il caso greco, non esime dall’averne un avanzo primario consistente.
8. Rimane la strategia ortodossa: migliorare **l’avanzo primario**. Ben 11 casi, fra i paesi sviluppati, in cui questa strategia ha avuto successo anche nel contesto non facile degli anni '90. E non vi è evidenza che questa strategia abbia avuto effetti depressivi sulla crescita.
9. Occorre avere la costanza e il consenso necessari per mantenere l’avanzo primario a livelli elevati per un prolungato periodo di tempo. **Molti paesi l’hanno fatto e hanno così ridotto il rapporto debito/pil di 30, 40 e anche 50 punti.**