

La riduzione del debito pubblico: l'esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni

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

- *In questo lavoro si analizzano gli episodi di riduzione del debito pubblico avvenuti nelle economie avanzate dopo la Seconda guerra mondiale. Vengono identificati 30 episodi di riduzioni ingenti, ossia superiori a 25 punti, del rapporto debito pubblico/PIL.*
- *Quattro approcci principali hanno avuto successo. Primo, un'inflazione alta ed inattesa erose una percentuale significativa del debito pubblico nell'immediato dopoguerra. Secondo, durante l'era di Bretton Woods, un mix di repressione finanziaria, crescita economica sostenuta ed inflazione moderata aiutarono a ridurre il debito pubblico. Terzo, dagli anni '80 molte economie avanzate perseguirono politiche di aggiustamento fiscale che definiamo "ortodosse", ovvero migliorarono il loro saldo primario riducendo le spese e/o aumentando le tasse. Il quarto approccio, la ristrutturazione del debito, è stato attuato solo in un caso, in Grecia nel 2011-12.*
- *Un risultato chiave del lavoro è che, a differenza di quanto afferma una pubblicistica politica molto diffusa, la riduzione del debito pubblico non è mai stata conseguita attraverso politiche fiscali espansive (riducendo le tasse o aumentando la spesa), con la speranza che questo avrebbe messo in moto una crescita economica sufficientemente forte da determinare una riduzione del debito pubblico (il cosiddetto "approccio del denominatore"). Le evidenze empiriche suggeriscono che, nelle condizioni attuali, un avanzo primario sufficientemente ampio è l'unica opzione praticabile per ridurre il rapporto debito pubblico/PIL.*

JEL classification: H63, H62, H12, H60.

Keywords: public debt, fiscal adjustment, debt sustainability, primary surplus.

* sofia.bernardini@unicatt.it, carlo.cottarelli@unicatt.it, ggalli1951@gmail.com, carlo.valdes@unicatt.it. Durante la preparazione di questo *paper*, tutti gli autori erano membri dell'Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano. Inoltre, Carlo Cottarelli era Tommaso Padoa-Schioppa Visiting Professor all'Università Bocconi, Milano. Questo *paper* è stato preparato per la conferenza "Riduzione del debito pubblico: l'esperienza dei Paesi avanzati negli ultimi 70 anni" tenutosi al Collegio Carlo Alberto, Torino il 13 maggio 2019. Ringraziamo per gli utili commenti Vito Tanzi e i partecipanti alla conferenza, in particolare Massimo Bordignon, Massimo D'Antoni, Andrea Roventini e Domenico Siniscalco.

1. Introduzione

Questo paper tratta l'esperienza di quelle economie avanzate che sono riuscite a ridurre significativamente il loro rapporto debito pubblico/PIL dopo la fine della Seconda guerra mondiale. L'obiettivo del *paper* non è indagare perché il rapporto tra debito e PIL debba essere ridotto, ma valutare quali approcci dovrebbe seguire un paese che decide di ridurre il proprio debito pubblico, basandosi sull'esperienza di quei paesi che hanno già avuto successo con la riduzione del proprio. Infatti, vogliamo rispondere alle seguenti domande: la riduzione del debito pubblico può essere fatta seguendo un certo metodo? Quanti casi di successo hanno seguito quell'approccio e com'è cambiata la loro frequenza nel tempo? Crediamo, infatti, che la storia possa dirci molto sulla fattibilità di alcuni percorsi di riduzione del debito.

Il punto di partenza della nostra analisi è l'equazione dinamica del debito pubblico:

$$\Delta d_t = -pb_t + \frac{(i-g)}{(1+g)} d_{t-1} - oneoff$$

Dove d_t è il rapporto debito pubblico/PIL alla fine di un periodo t , pb_t è il saldo primario al tempo t , i è il tasso di interesse nominale medio sul debito pubblico, calcolato come gli interessi pagati al tempo t sullo stock di debito alla fine del tempo $t-1$, g è il tasso di crescita nominale del PIL e *oneoff* riassume vari fattori temporanei (ricavi da privatizzazioni, condoni ecc.) che riducono il rapporto deficit/PIL per un periodo di tempo limitato. Ora consideriamo un governo che vuole ridurre il rapporto tra debito pubblico e PIL di una certa quantità nei prossimi N anni. Quali sono le opzioni disponibili, avendo in mente l'equazione del debito?

Primo, migliorare il saldo primario pb . Questo approccio, che chiamiamo "aggiustamento fiscale ortodosso", solitamente implica un aumento delle tasse e/o una riduzione della spesa. Il problema chiave è chiarire cosa succede a $i-g$ con politiche fiscali restrittive: g può ridursi oppure aumentare (in questo secondo caso contribuirebbe al miglioramento dell'avanzo primario); inoltre, il processo di stretta fiscale potrebbe, anche se con un ritardo, ridurre i tassi di interesse sul mercato, quindi i , dando vita ad un circolo virtuoso per la riduzione del debito.

Secondo, aumentare l'inflazione, solitamente grazie ad un aumento dell'offerta di moneta. Questo aiuta la riduzione del debito tramite diversi canali: primo, il signoraggio; secondo, un possibile impatto

positivo sul saldo primario (in assenza di un effetto Tanzi); terzo, e più importante, grazie all'effetto dell'inflazione sulla crescita di g . Quest'ultimo fattore combinato alla rigidità di i (qualora non risponda *pari passu* ad un aumento dell'inflazione ad esempio perché vi sono in circolazione titoli a lungo termine), fa sì che $i-g$ si riduca, aiutando così la riduzione del debito.

Terzo, la repressione finanziaria, ovvero misure per mantenere i sotto il livello che avrebbe naturalmente in assenza di tali provvedimenti, ad esempio tetti sui tassi di interesse, controlli sui capitali e obblighi di acquisto di titoli di stato da parte delle banche. Combinate con inflazione moderata e crescita economica, le misure di repressione finanziaria portano ad avere un $i-g$ negativo che contribuisce a ridurre il debito pubblico.

Quarto, i provvedimenti di *asset-liability management* possono contribuire al miglioramento delle finanze pubbliche. In particolare, le privatizzazioni contribuiscono alla riduzione del debito e al miglioramento dell'efficienza dell'economia. Al contempo, le azioni di *liability management* mantengono i tassi di interesse sul debito bassi, offrendo dei titoli che siano più attraenti per gli investitori.

Quinto, la ristrutturazione del debito pubblico, ovvero la sostituzione dei titoli di stato in circolazione con titoli aventi valore facciale inferiore, tassi di interesse più bassi o scadenza più lunga. La ristrutturazione del debito, però, può avere effetti collaterali molto pesanti. È infatti probabile che i tassi di interesse sui nuovi titoli aumentino e che la crescita si contragga nel breve periodo a causa della perdita di fiducia e l'impoverimento dei risparmiatori privati, cosa che accade soprattutto se la maggior parte dei detentori dei titoli di stato sono residenti. Infine, ristrutturare il debito non esime lo stato dal mantenere avanzi primari sostenuti per ridurre il debito.

Sesto, l'approccio del denominatore, che ha due varianti. La prima consiste nell'introdurre misure strutturali per stimolare il tasso di crescita dell'economia g , riducendo così il rapporto debito/PIL (cosa che avviene più velocemente se si risparmiano le entrate dovute a una maggiore crescita); dal punto di vista della politica di bilancio questa politica non ha controindicazioni. La seconda variante consiste nel cercare di aumentare g attraverso un'espansione fiscale: diciamo subito che non risulta che questo approccio abbia mai avuto successo.

Il settimo e ultimo approccio è la mutualizzazione del debito. Nelle proposte portate avanti nell'Unione europea, essa consiste prevalentemente nel sostituire crediti presenti sui mercati con crediti garantiti da un'istituzione europea, a tassi di interesse inferiori rispetto a quelli di mercato. Quest'istituzione europea, infatti, si finanzierebbe sul mercato a tassi di interesse inferiori, beneficiando della garanzia di tutti gli stati membri dell'Eurozona. In termini di equazione del debito,

l'effetto sarebbe una riduzione di i . Un'altra forma di mutualizzazione, invece, implicherebbe sovvenzioni che ridurrebbero immediatamente lo stock di debito dei paesi coinvolti.

Nel seguito si forniscono alcune statistiche descrittive sul campione di paesi considerati e poi ci si concentra sul primo approccio di successo nella riduzione del debito pubblico, nonché quello più facilmente replicabile nella situazione attuale: il miglioramento del saldo primario.

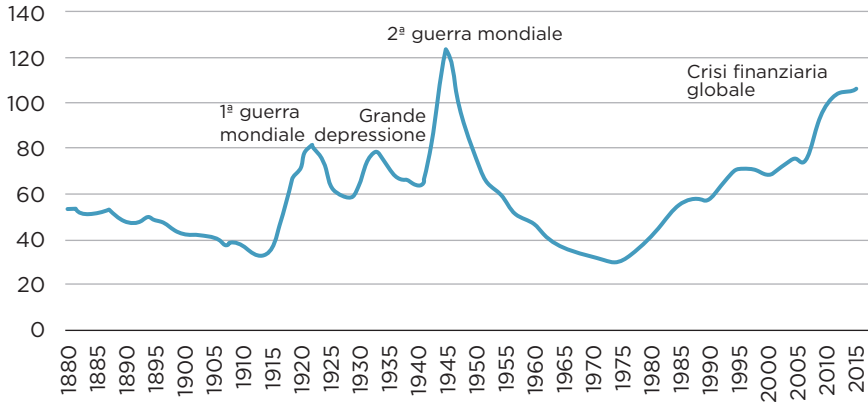
2. Le riduzioni del debito pubblico nelle economie avanzate dopo la Seconda guerra mondiale

L'andamento generale del rapporto debito pubblico/PIL nelle economie avanzate negli ultimi 140 anni è mostrato dalla Figura 1; in questo *paper* ci concentriamo sui 70 anni successivi alla fine della Seconda guerra mondiale¹. Nel gruppo delle economie avanzate, il Fondo monetario internazionale considera 39 paesi, mentre noi restringiamo l'attenzione su 23 di questi, non considerando quelli per cui mancano molte osservazioni ed alcuni gruppi di paesi come le economie di transizione². La nostra analisi valuta come ingenti riduzioni di rapporto debito/PIL quelle che hanno superato i 25 punti percentuali (pp), ad eccezione di due casi che erano leggermente al di sotto di questa soglia ma interessanti da indagare (Francia 1949-1969 e Finlandia 1994-2008) e dell'episodio di ristrutturazione del debito pubblico greco (2011-2012). Di conseguenza, ci concentriamo su 30 episodi di riduzione del debito pubblico accaduti in 21 paesi (alcuni dei quali hanno ridotto più volte il rapporto debito/PIL più di 25 pp, mentre Germania e Portogallo non hanno mai avuto tali riduzioni)³.

¹ La figura, originariamente in Abbas *et al.* (2010), riporta il rapporto debito/PIL medio delle economie avanzate che fanno parte del gruppo G20.

² I 23 paesi sono Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Giappone, Germania, Grecia, Irlanda, Islanda, Israele, Italia, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti d'America, Svezia, Svizzera. Per alcuni di questi paesi i dati sono disponibili solo alcuni anni dopo la fine della Seconda guerra mondiale.

³ Occorre fare un chiarimento sulla Germania. I dati sono disponibili solo dal 1950, quindi non consideriamo cos'è accaduto al debito pubblico tedesco subito dopo la fine della Seconda guerra mondiale, nonostante sia molto probabile che questo crollò rapidamente a causa dell'inflazione, così come accadde negli altri paesi usciti sconfitti dalla guerra. Inoltre, non consideriamo la riduzione del debito avvenuta in Germania dopo il 2010 perché al di sotto della soglia dei 25 punti. Infine, escludiamo l'esperienza di Israele nei primi anni '50 a causa dei dati mancanti.

Figura 1 - Il rapporto debito pubblico/PIL delle economie avanzate, 1880-2015

Fonte: Cottarelli (2017), dati FMI.

La Tabella 1 mostra i 30 casi con le statistiche delle variabili principali che analizziamo e l'indicazione della strategia seguita nella riduzione del debito pubblico. Si noti che in un dato periodo i paesi hanno seguito per lo più strategie simili e queste sono variate a seconda dei momenti storici.

Nel secondo dopoguerra, da fine 1945 a inizio anni '50, cinque paesi ridussero il debito grazie ad un'inflazione elevata: Italia (1945-1947), Francia (1945-1948), Finlandia (1945-1951), Giappone (1946-1951) e Austria (1948-1957). Israele (1984-2000) è l'unico caso di riduzione del debito dovuta all'inflazione accaduto non nell'immediato dopoguerra.

Il secondo approccio fu un mix di crescita economica, inflazione moderata e repressione finanziaria. Questo venne seguito da dieci paesi tra gli anni '50 e gli anni '70: Canada (1945-1953), Svizzera (1945-1963), Belgio (1946-1951), Australia (1946-1964), Nuova Zelanda (1946-1974), Paesi Bassi (1946-1974), Regno Unito (1946-1983), Stati Uniti d'America (1946-1974), Norvegia (1947-1953), Francia (1949-1966) e Belgio (1959-1974).

Il terzo approccio è quello che chiamiamo "aggiustamento ortodosso", ossia un miglioramento dell'avanzo primario ottenuto solitamente aumentando le tasse oppure riducendo la spesa. Questo metodo si diffuse soprattutto dagli anni '90. Nel nostro *dataset* sono presenti 13 casi di paesi che hanno ridotto il loro debito pubblico attraverso un aggiustamento ortodosso: 11 casi avvennero prima della crisi finanziaria globale del 2008-2009 (Irlanda, 1987-2006; Nuova

Tabella 1 - Casi di riduzione del debito nelle economie avanzate dalla fine della Seconda guerra mondiale

Paese	Periodo ¹	Numero di anni	Debito pubblico iniziale*	Debito pubblico finale*	Variazione debito pubblico ²	Variazione annua del debito pubblico*	Avanzo primario medio*	Contributo i-g e altre componenti ²	Tasso di crescita medio del PIL reale ³	Tasso d'interesse medio sul debito pubblico*	Tasso d'inflazione medio ³	Tasso d'inflazione massimo	Strategia ⁴
Italia	1945	1947	73,2	24,9	-48,2	-24,1	-7,3	-31,4	24,3	1,2	40,0	62,1	I
Francia	1945	1948	146,4	31,9	-114,5	-38,2	-7,4	-45,5	22,6	1,0	53,4	58,6	I
Finlandia	1945	1951	66,2	21,6	-44,6	-7,4	1,2	-6,3	6,1	1,3	25,9	59,3	I
Canada	1945	1953	155,9	67,5	-88,5	-11,1	4,6	-6,4	4,1	2,7	5,5	14,6	M
Swizzera	1945	1963	78,8	10,7	-68,1	-3,8	1,8	-1,9	4,8	1,1	1,6	4,8	M
Belgio	1946	1951	142,1	73,3	-68,9	-13,8	0,7	-13,1	5,4	1,7	5,0	9,4	M
Giappone	1946	1951	57,5	13,4	-44,1	-8,8	8,0	-0,9	10,2	0,3	81,0	195,1	I
Australia	1946	1964	86,8	21,9	-64,8	-3,6	1,6	-2,0	4,6	1,2	5,3	22,8	M
N. Zelanda	1946	1974	147,6	40,6	-107,0	-3,8	2,0	-1,8	4,4	1,7	4,9	10,5	M
Paesi Bassi	1946	1974	229,8	37,8	-192,0	-6,9	0,7	-6,2	5,6	1,9	4,8	10,2	M
Regno Unito	1946	1983	233,9	46,2	-187,6	-5,1	1,4	-3,7	2,3	4,0	7,1	24,2	M
USA	1946	1974	121,2	41,2	-80,0	-2,9	1,2	-1,7	3,7	1,5	3,4	14,4	M
Norvegia	1947	1953	70,5	41,3	-29,2	-4,9	1,1	-3,8	4,6	0,9	5,3	17,0	M
Austria	1948	1957	37,5	10,7	-26,9	-3,0	-2,7	-5,7	8,5	0,2	10,2	28,1	I
Francia	1949	1966	38,9	15,5	-23,4	-1,4	-1,2	-2,6	5,1	1,0	5,5	16,7	M
Belgio	1959	1974	80,5	54,4	-26,1	-1,7	-0,6	-2,3	4,9	2,8	4,4	15,7	M
Israele	1984	2000	283,8	79,6	-204,2	-12,8	1,8	-11,0	2,2	9,0	32,7	304,6	I
Irlanda	1987	2006	109,4	23,6	-85,8	-4,5	3,8	-0,7	6,5	4,2	2,9	5,3	O
Nu. Zelanda	1992	2007	64,6	14,5	-50,1	-3,3	4,5	1,1	3,5	2,5	2,2	3,8	O
Belgio	1993	2007	134,4	87,0	-47,4	-3,4	4,9	1,5	2,4	6,4	1,8	2,7	O
Danimarca	1993	2007	80,5	27,3	-53,2	-3,8	4,4	0,6	2,4	3,8	1,9	2,7	O
Paesi Bassi	1993	2007	74,8	43,0	-31,9	-2,3	2,1	-0,2	2,9	3,7	2,2	5,1	O
Norvegia	1993	1998	52,4	22,8	-29,6	-5,9	6,3	0,4	4,5	2,5	2,0	2,6	O
Finlandia	1994	2008	56,1	32,7	-23,5	-1,7	4,6	2,9	5,1	2,6	1,6	3,9	O
Islanda	1995	2005	58,2	24,5	-33,7	-3,4	2,7	-0,6	3,7	3,1	3,5	6,4	O
Canada	1996	2007	100,6	66,8	-33,7	-3,1	3,4	0,4	3,3	6,1	2,1	2,7	O
Spagna	1996	2007	65,6	35,6	-30,0	-2,7	2,2	-0,5	3,8	2,8	2,8	3,6	O
Svezia	1996	2008	70,2	37,7	-32,4	-2,7	3,7	1,0	3,2	2,8	1,7	3,3	O
Islanda	2011	2017	92,0	42,5	-49,5	-8,3	5,4	-2,8	3,9	4,3	2,7	5,2	O
Irlanda	2012	2017	119,9	68,5	-51,4	-10,3	0,5	-9,8	9,4	3,0	0,2	0,6	O
Media		13,3	104,3	38,6	-65,7	-6,9	1,8	-5,1	5,9	2,7	10,8	30,5	

¹ Il periodo inizia quando si raggiunge il massimo del rapporto debito/PIL e finisce nell'ultimo anno di riduzione del debito pubblico.

² "i-g e altre componenti" è calcolato come differenza tra la riduzione annuale media del rapporto debito/PIL e l'avanzo primario medio.

³ Consumer Price Index.

⁴ I=Inflazione; M=Mix di repressione finanziaria; crescita economica sostenuta ed inflazione moderata; O=aggiustamento fiscale ortodosso.

* Questi dati sono espressi in percentuale di PIL.

Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI e AMECO.

Zelanda, 1992-2007; Norvegia, 1993-1998; Belgio, 1993-2007; Paesi Bassi, 1993-2007; Finlandia, 1994-2008; Islanda, 1995-2005; Danimarca, 1993-2007; Canada, 1996-2007; Spagna, 1996-2007; Svezia 1996-2008) e due accaddero dopo la crisi (Islanda, 2011-17, e Irlanda, 2012-17).

3. La riduzione del debito tramite aggiustamento ortodosso

A causa delle diverse condizioni macroeconomiche in cui avvennero gli aggiustamenti ortodossi, soprattutto per quanto riguarda il livello dei tassi di interesse sul debito e in parte dei tassi di crescita, distinguiamo gli episodi che accaddero prima e dopo la crisi finanziaria globale: come detto sopra, i primi sono 11 casi mentre i secondi sono 2.

Nei casi di aggiustamento ortodosso prima della crisi, l'inflazione e la repressione finanziaria non furono le cause predominanti nella riduzione del rapporto debito/PIL. In tutti questi 11 casi, invece, ci fu un rafforzamento significativo del saldo primario attraverso misure di aggiustamento fiscale (aumento delle entrate e/o riduzione della spesa). Inoltre, l'avanzo primario fu mantenuto a livelli piuttosto elevati per tutta la durata del periodo di riduzione del debito.

La Tabella 2 riassume le caratteristiche di questi 11 episodi. La riduzione media del rapporto debito/PIL fu considerevole (-41 punti percentuali, da un minimo di -23,5 pp in Finlandia a un massimo di -85,8 pp in Irlanda). Anche la riduzione annua media fu significativa (-3,3 punti percentuali). L'avanzo primario medio durante gli anni dell'aggiustamento del debito fu 3,9 punti percentuali, variando dal 2,1% del PIL nei Paesi Bassi al 6,3% del PIL in Norvegia. L'esperienza di questi paesi, quindi, contraddice la tesi, particolarmente diffusa durante gli ultimi anni, che mantenere elevati avanzi primari è raro e quindi per ridurre il debito pubblico occorre intraprendere azioni più drastiche, come la ristrutturazione del debito. Questa tesi è stata sostenuta da *paper* influenti come Eichengreen e Panizza (2016) e dal Fondo monetario internazionale durante le discussioni sulla necessità di ristrutturare il debito pubblico nei confronti delle istituzioni europee (International Monetary Fund, 2016). Queste teorie, tuttavia, non sono del tutto convincenti per tre ragioni:

- Primo, solitamente considerano un campione molto ampio di paesi, la maggior parte dei quali non hanno bisogno di aggiustamenti fiscali e quindi non hanno necessità di mantenere ampi avanzi primari.
- Secondo, per i paesi coinvolti in aggiustamenti fiscali non è necessario mantenere l'avanzo primario a livelli elevati una volta che è stata raggiunta una riduzione significativa del debito pubblico.

L'avanzo primario, infatti, viene spesso ridotto da questi paesi non necessariamente per "stanchezza", ma perché mantenere tale surplus non è più necessario. Questo è chiaro anche nei nostri 11 casi di aggiustamento ortodosso: il livello dell'avanzo primario riportato nella Tabella 2 sarebbe significativamente più alto se esclusissimo gli ultimi anni del periodo di aggiustamento. Infatti l'avanzo primario della prima metà del periodo di aggiustamento era maggiore di quello della seconda metà in sette casi sugli undici di aggiustamento ortodosso.

- Terzo, anche i paesi che intraprendono un aggiustamento fiscale possono sospendere temporaneamente i loro sforzi a causa del ciclo economico. Infatti, questo è accaduto in diversi casi tra i paesi della Tabella 2: in Irlanda, Belgio, Paesi Bassi, Finlandia, Islanda, Canada, Svezia e Danimarca l'avanzo primario si ridusse durante la recessione del 2001-2003, mentre aumentò negli anni successivi (eccetto in Belgio, dove comunque l'avanzo primario venne mantenuto a livelli del 3,5-4%).

Tabella 2 - Episodi di riduzione del debito pubblico tramite aggiustamento fiscale ortodosso

Paese	Periodo ¹	Numero di anni	Debito pubblico iniziale*	Debito pubblico finale*	Variazione debito pubblico*	Variazione annua del debito pubblico*	Avanzo primario medio*	Contributo i-g e altre componenti ² PIL reale*	Tasso di crescita medio del PIL reale*	Tasso d'interesse medio sul debito pubblico*	
Irlanda	1987	2006	19	109,4	23,6	-85,8	-4,5	3,8	-0,7	6,5	4,2
N. Zelanda	1992	2007	15	64,6	14,5	-50,1	-3,3	4,5	1,1	3,5	2,5
Belgio	1993	2007	14	134,4	87,0	-47,4	-3,4	4,9	1,5	2,4	6,4
Danimarca	1993	2007	14	80,5	27,3	-53,2	-3,8	4,4	0,6	2,4	3,8
P. Bassi	1993	2007	14	74,8	43,0	-31,9	-2,3	2,1	-0,2	2,9	3,7
Norvegia	1993	1998	5	52,4	22,8	-29,6	-5,9	6,3	0,4	4,5	2,5
Finlandia	1994	2008	14	56,1	32,7	-23,5	-1,7	4,6	2,9	3,7	2,6
Islanda	1995	2005	10	58,2	24,5	-33,7	-3,4	2,7	-0,6	5,1	3,1
Canada	1996	2007	11	100,6	66,8	-33,7	-3,1	3,4	0,4	3,3	6,1
Spagna	1996	2007	11	65,6	35,6	-30,0	-2,7	2,2	-0,5	3,8	2,8
Svezia	1996	2008	12	70,2	37,7	-32,4	-2,7	3,7	1,0	3,2	2,8
Media			12,6	78,8	37,8	-41,0	-3,3	3,9	0,5	3,8	3,7

¹ Il periodo inizia quando si raggiunge il massimo del rapporto debito/PIL e finisce nell'ultimo anno di riduzione del debito pubblico.

² "i-g e altre componenti" è calcolato come differenza tra la riduzione annuale media del rapporto debito/PIL e l'avanzo primario medio.

Tutti i dati sono espressi in percentuale di PIL, a parte il numero di anni del periodo di riduzione del debito.

Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI.

In quasi tutti i casi l'avanzo primario rimase piuttosto elevato durante il periodo di aggiustamento e migliorò anche significativamente rispetto al periodo precedente all'aggiustamento. La Tabella 3 mostra la variazione tra l'avanzo primario nei primi tre anni del periodo di aggiustamento rispetto ai tre anni precedenti. L'aumento medio è

pari a 3,8 punti percentuali, escludendo la Danimarca e i Paesi Bassi. Questi ultimi, infatti, sono casi speciali: in entrambi i paesi l'avanzo primario rimase generalmente costante perché l'aggiustamento fiscale era già iniziato qualche anno prima (nel 1991 nei Paesi Bassi e durante gli anni '80 in Danimarca). La riduzione del debito pubblico, quindi, fu ritardata nei Paesi Bassi e momentaneamente interrotta in Danimarca a causa del rallentamento delle attività economiche nel 1992-93 dovuto alla crisi degli Accordi europei di cambio.

Una questione fondamentale è fino a che punto il miglioramento dell'avanzo primario all'inizio del periodo di aggiustamento del debito fu causato dalle misure di politica fiscale introdotte dai governi piuttosto che da un possibile aumento della crescita economica che causò un declino nel rapporto tra spesa pubblica e PIL (per date entrate in percentuale di PIL e in assenza di un incremento della tassazione). Per fare chiarezza al riguardo abbiamo considerato la variazione dell'avanzo primario aggiustato per il ciclo nei tre anni precedenti e nei tre anni successivi all'inizio della riduzione del debito (si veda Tabella 3)⁴. L'avanzo primario aggiustato per il ciclo migliorò molto in tutti i paesi per cui ci sono dati disponibili, a parte per l'Irlanda, dove il saldo rimase stabile, e la Danimarca, che ridusse temporaneamente l'avanzo primario durante la crisi degli Accordi europei di cambio.

La Tabella 3 mostra che, a parte alcune eccezioni, l'aggiustamento implicò un taglio del rapporto tra spesa pubblica e PIL, a volte abbastanza grande da permettere una riduzione considerevole della pressione fiscale (Paesi Bassi, Irlanda e Nuova Zelanda). Il contributo del taglio della spesa primaria al miglioramento dell'avanzo primario, infatti, fu pari al 70% in media, non considerando i Paesi Bassi e la Danimarca nel campione. Come già notato, questi paesi iniziarono il loro aggiustamento fiscale (in termini di miglioramento di avanzo primario) alcuni anni prima dell'inizio della riduzione del debito: l'aggiustamento coinvolse principalmente aumenti delle entrate nei Paesi Bassi e riduzioni della spesa in Danimarca. Tuttavia, in alcuni casi il contributo dell'aumento delle entrate fu importante: vi furono aumenti delle entrate in Norvegia e Canada; in Islanda l'aggiustamento dell'avanzo primario fu equamente dovuto ad aumenti delle entrate e riduzioni della spesa, mentre in Belgio e Spagna l'aggiustamento fu dovuto interamente ad un aumento del rapporto entrate/PIL⁵. Come notato, l'aggiustamento nei Paesi Bassi avvenne dal lato delle entrate.

⁴ I dati per l'avanzo primario medio aggiustato per il ciclo sono disponibili solo per Belgio, Canada, Finlandia, Islanda, Paesi Bassi e Svezia, fonte *Fiscal Monitor* del FMI. In particolare, per i Paesi Bassi i dati sono disponibili solo dal 1995, mentre i dati per la Danimarca hanno fonte AMECO e sono disponibili dal 1995.

⁵ Il caso della Spagna è in parte complicato perché almeno parte dell'aumento delle entrate fu causato dalla bolla delle entrate per un boom immobiliare. In altre parole, l'elasticità delle entrate rispetto al PIL fu probabilmente molto maggiore di 1 durante il periodo di riduzione del debito.

Tabella 3 - Avanzo primario medio, spesa primaria media e avanzo primario aggiustato per il ciclo nei primi tre anni di riduzione del debito e nei tre anni precedenti

Paese	Anno picco del debito pubblico	Avanzo primario medio dopo	Avanzo primario medio prima	Spesa primaria media dopo	Spesa primaria media prima	Entrate medie dopo	Entrate medie prima	Δ avanzo primario	Riduzione spesa primaria	Aumento entrate	Riduzione spesa primaria/ Δ avanzo primario	Avanzo primario aggiustato per il ciclo dopo	Avanzo primario aggiustato per il ciclo prima
Irlanda	1987	4,5	-0,7	36,2	42,8	40,6	42,1	5,2	6,6	-1,5	1,3	NA	NA
N. Zelanda	1992	6,0	1,3	30,8	36,8	36,8	38,1	4,8	6,1	-1,3	1,3	NA	NA
Belgio	1993	4,4	3,4	43,7	43,3	48,1	46,7	1,0	-0,4	1,5	-0,4	5,0	3,4
Danimarca	1993	2,5	2,6	52,8	50,6	55,3	53,2	-0,1	-2,2	2,0	16,4	2,8	4,3
Paesi Bassi	1993	2,0	2,1	44,2	47,6	46,3	49,7	-0,1	3,3	-3,4	-36,2	0,4	NA
Norvegia	1993	5,7	1,9	47,8	51,3	53,6	53,2	3,9	3,5	0,4	0,9	-7,6	-12,4
Finlandia	1994	0,5	-3,0	54,9	59,2	55,4	56,2	3,5	4,3	-0,8	1,2	1,3	0,2
Islanda	1995	2,6	-0,5	37,1	38,7	39,8	38,2	3,1	1,5	1,6	0,5	2,2	2,2
Canada	1996	5,1	0,1	38,4	42,3	43,5	42,4	5,0	3,9	1,1	0,8	5,4	0,6
Spagna	1996	1,3	-1,1	36,9	35,3	38,1	34,2	2,4	-1,6	4,0	-0,7	1,3	0,4
Svezia	1996	4,4	-0,9	53,1	58,9	57,5	58,0	5,3	5,8	-0,5	1,1	5,0	0,2
Media		3,6	0,5	43,3	46,1	46,8	46,5	3,1	2,8	0,3	-1,3	1,8	-0,1

Per "dopo" intendiamo i primi tre anni di riduzione del debito pubblico. Per "prima" intendiamo i tre anni che hanno preceduto l'inizio della riduzione. Tutti i dati sono espressi in percentuale di PIL, a parte gli anni.

Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI.

La capacità di questi paesi di aumentare l'avanzo primario e mantenerlo nel tempo, conseguendo in questo modo una riduzione del rapporto debito/PIL, è notevole, soprattutto alla luce delle affermazioni che le politiche di aggiustamento ortodosso (o politiche di "austerità") danneggiano l'economia e possono essere controproducenti. Questa tesi ha preso piede nel dibattito politico, ad esempio in Italia, e anche nei circoli accademici internazionali⁶. Al riguardo, ci sembra importante rimarcare tre punti.

Il primo è connesso al comportamento del PIL durante i casi di aggiustamento fiscale ortodosso discussi qui: non sembra che la crescita del PIL risenti negativamente della stretta fiscale e della riduzione del rapporto debito/PIL. La crescita più bassa fu osservata in Belgio e Danimarca, ma tuttavia rimase sopra il 2%. Il tasso di crescita medio fu un notevole 3,8%. Possiamo quindi concludere che l'aggiustamento fiscale ortodosso non implica necessariamente un collasso delle attività economiche, come invece suggeriscono alcuni critici dell'aggiustamento ortodosso.

Il secondo punto è che la riduzione del debito fu principalmente guidata dall'elevato avanzo primario. La riduzione del debito avvenne in un momento in cui la differenza tra tasso d'interesse e tasso di crescita del PIL non era particolarmente favorevole. Gli anni '80 e '90 furono caratterizzati da un aumento dei tassi d'interesse nelle economie avanzate, in parte per la rimozione delle misure di repressione finanziaria. La media di $i-g$ nelle economie avanzate nei dieci anni prima della crisi del 2008 era circa l'1% (Escolano *et al.*, 2017). Se consideriamo i paesi nella tabella, la variabile $i-g$ e altri fattori dette in media un contributo negativo all'aggiustamento, nel senso che contribuì ad aumentare il rapporto debito/PIL. Di conseguenza, il principale fattore di riduzione del debito pubblico fu l'avanzo primario, in presenza di circostanze esterne tipicamente avverse.

Il terzo punto riguarda la possibile relazione tra il mantenimento di un avanzo primario sostenuto e il livello del tasso di crescita del PIL. I paesi considerati riuscirono a mantenere tali avanzi primari grazie al fatto che erano tempi caratterizzati da una crescita economica vivace? Questa domanda è l'inverso di quanto discusso sopra: abbiamo visto che gli aggiustamenti fiscali non furono accompagnati da bassi tassi di crescita del PIL, ma fu la crescita sostenuta del PIL a rendere possibile il mantenimento di avanzi primari elevati senza grossi contraccolpi politici? Se fosse così, si potrebbero sollevare dei dubbi sulla possibilità di seguire la strategia di aggiustamento ortodosso in futuro, dato che le previsioni dei tassi di crescita nelle economie avanzate sono basse e riflettono anche un forte cambiamento demografico⁷.

⁶ Si veda ad esempio l'intervista di Joseph Stiglitz a CNBC (<https://www.cnbc.com/id/40943120>).

⁷ La questione è presente in Mauro e Zilinsky (2016).

Di conseguenza, è importante trattare approfonditamente il legame di causalità tra crescita economica e avanzo primario.

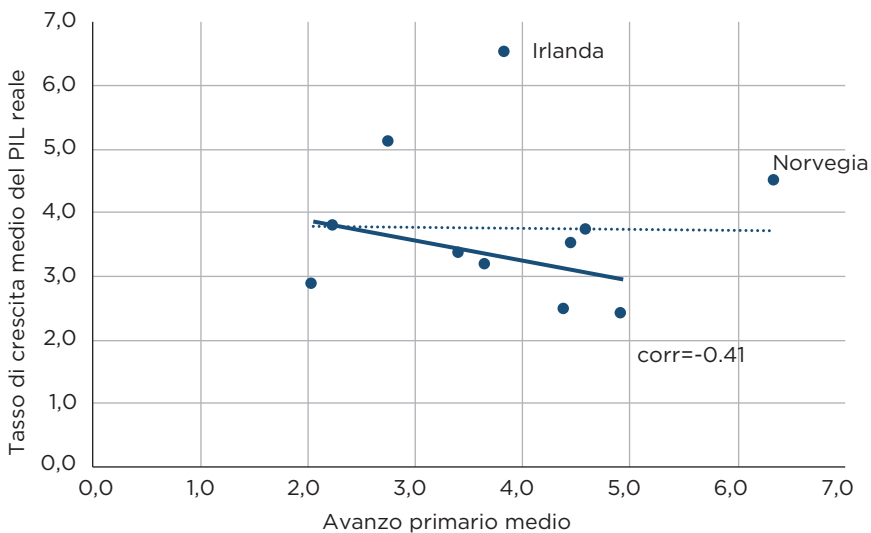
In teoria, non c'è una ragione economica per aspettarsi che un tasso di crescita dell'economia più elevato sia associato ad un avanzo primario maggiore. Con una politica di distribuzione ottimale delle aliquote fiscali, il livello dell'avanzo primario è sicuramente influenzato dalle condizioni cicliche dell'economia (il livello dell'*output gap*). Un aumento ciclico del tasso di crescita del PIL, quindi, dovrebbe essere accompagnato da un miglioramento dell'avanzo primario. Tuttavia, questo è un effetto di breve periodo legato alle fluttuazioni cicliche e non dovrebbe implicare una relazione di lungo periodo tra il livello dell'avanzo primario e il tasso di crescita del PIL. Si potrebbe però argomentare che da un punto di vista di politica economica è più facile limitare il tasso di crescita della spesa pubblica (o aumentare le aliquote fiscali) quando l'economia è in un momento positivo: gli elettori si lamenteranno di meno di una stretta fiscale se le cose vanno bene. Purtroppo c'è poca evidenza empirica sulla relazione tra l'avanzo primario aggiustato per il ciclo e il tasso di crescita del PIL⁸. Inoltre, la questione se una forte crescita economica sia una condizione necessaria perché una riduzione ortodossa del debito abbia successo come strategia dovrebbe essere esaminata specificatamente rispetto ai casi in cui i governi avevano forti motivazioni per ridurre il debito pubblico. Di conseguenza, torniamo al nostro campione di paesi che hanno intrapreso un aggiustamento fiscale ortodosso.

In tutti i casi presenti nella Tabella 2 il tasso di crescita dell'economia era piuttosto elevato, almeno per gli standard di oggi. Tuttavia, bisogna fare due considerazioni prima di giungere a una conclusione errata. La prima riguarda la distorsione del campione. Prima della crisi del 2008-09 i tassi di crescita nelle economie avanzate erano generalmente più alti rispetto a quelli del periodo post crisi. Il tasso di crescita medio nelle economie avanzate dal 1980 al 2007 era pari a 3,1% e solo quattro paesi ebbero un tasso inferiore al 2%. Di conseguenza, casi di aggiustamento fiscale ortodosso con crescita bassa possono non essere trovati semplicemente perché è difficile trovare casi di crescita bassa nel mondo pre-2007. Il secondo punto è che se guardiamo i casi specifici di successo, inclusi nella Tabella 2, non troviamo alcuna relazione positiva tra la dimensione dell'avanzo primario e il tasso di crescita media dell'economia. La Figura 2, infatti, mostra che la relazione è negativa se escludiamo Irlanda e Norvegia, che sono due anomalie (la linea di correlazione è virtualmente piatta anche nel caso in cui questi paesi siano inclusi, come mostra la linea tratteg-

⁸ Zeng (2014) e Eichengreen e Panizza (2016) trovano una correlazione positiva tra i livelli di avanzo primario e tasso di crescita dell'economia, ma questi *paper* non distinguono gli effetti ciclici dagli andamenti di lungo periodo.

giata in Figura). Dunque, sembra che tassi di crescita relativamente più bassi implicarono semplicemente un avanzo primario maggiore. Tale avanzo primario fu mantenuto nonostante la crescita economica fosse più bassa rispetto a quella degli altri paesi più fortunati. Sicuramente la correlazione negativa tra l'avanzo primario e il tasso di crescita mostrata nella Figura 2 indica che ci fu un prezzo da pagare per avere un avanzo primario più elevato. Nonostante ciò, abbiamo già evidenziato che l'aggiustamento fiscale non limitò così tanto la crescita economica (il tasso di crescita più basso fu comunque superiore al 2%). Inoltre, una volta raggiunta la riduzione del debito, l'avanzo primario può essere diminuito significativamente grazie alla riduzione degli interessi pagati. Quindi se anche ci fosse un prezzo da pagare, questo sarebbe temporaneo.

Figura 2 - Correlazione tra l'avanzo primario medio e il tasso di crescita medio del PIL reale (episodi di riduzione del debito pubblico dal 1980 al 2008)



Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI.

Infine, consideriamo i due casi di riduzione del debito che avvennero dopo la crisi del 2008-09: Islanda (2011-17) e Irlanda (2012-17). La Tabella 4 mostra che in entrambi i casi l'aggiustamento fiscale, supportato dal Fondo monetario internazionale, fu ingente rispetto al periodo precedente alla riduzione del debito. Il caso islandese è più simile a quelli avvenuti prima della crisi: l'aggiustamento portò l'avanzo primario ad un livello elevato (5,4% del PIL). Nel caso irlan-

Tabella 4 - Episodi di riduzione del debito pubblico dopo la crisi finanziaria del 2008 tramite aggiustamento fiscale ortodosso

Paese	Periodo ¹	Numero di anni	Debito pubblico iniziale*	Debito pubblico finale*	Variazione debito pubblico*	Variazione annua del debito pubblico*	Avanzo primario medio*	Contributo medio di i-g e altre componenti ²	Tasso di crescita medio del PIL reale*	Tasso d'interesse medio sul debito pubblico
Islanda	2011	6	92,0	42,5	-49,5	-8,3	5,4	-2,8	3,9	4,3
Irlanda	2012	5	119,9	68,5	-51,4	-10,3	0,5	-9,8	9,4	3,0
Media		5,5	105,9	55,5	-50,5	-9,3	2,9	-6,3	6,7	3,6

¹ Il periodo inizia quando si raggiunge il massimo del rapporto debito/PIL, il e finisce nell'ultimo anno di riduzione del debito pubblico.

² "i-g e altre componenti" è calcolato come differenza tra la riduzione annuale media del rapporto debito/PIL e l'avanzo primario medio.

Tutti i dati sono espressi in percentuale di PIL, a parte il numero di anni del periodo di riduzione del debito.

Paese	Anno picco del debito pubblico	Avanzo primario medio dopo	Avanzo primario medio prima	Spesa primaria media dopo	Spesa primaria media prima	Entrate medie dopo	Entrate medie prima	Δ avanzo primario	Riduzione spesa primaria	Aumento entrate	Riduzione spesa primaria/avanzo primario	Avanzo primario aggiustato per il ciclo dopo	Avanzo primario aggiustato per il ciclo prima
Islanda	2011	2,7	-3,3	38,8	41,6	38,4	38,4	6,0	2,8	3,2	0,5	1,7	-4,2
Irlanda	2012	-0,3	-14,2	32,0	47,8	33,6	33,6	13,9	15,8	-1,9	1,1	-0,8	-13,1
Media		1,2	-8,7	35,4	44,7	36,6	36,0	9,9	9,3	0,6	0,8	0,5	-8,6

Per "dopo" intendiamo i primi tre anni di riduzione del debito pubblico. Per "prima" intendiamo i tre anni che hanno preceduto l'inizio della riduzione.

Tutti i dati sono espressi in percentuale di PIL, a parte gli anni.

Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI.

dese, invece, l'avanzo primario medio del periodo fu più contenuto (0,5% del PIL), ma occorre notare che questo partì da livelli fortemente negativi e raggiunse valori positivi, stabilizzandosi intorno all'1,5% nel 2016-17. Tuttavia, questo livello è al di sotto di quelli raggiunti dagli altri paesi che hanno compiuto gli aggiustamenti ortodossi di cui abbiamo parlato sopra. Questo accadde per due motivi. Primo, i bassi tassi di interesse che erano prevalenti nell'Eurozona, uniti a una riduzione rapida degli interessi sul debito dovuta alla credibilità e al successo della strategia di riduzione. Secondo, il tasso di crescita dell'Irlanda fu incredibilmente elevato nel periodo di aggiustamento del debito (9,4% in media), grazie alla riallocazione in Irlanda dei profitti di diverse multinazionali, il che fece aumentare meccanicamente i livelli del PIL e quindi ridusse il rapporto debito/PIL. Si tratta con tutta evidenza di una strategia di aggiustamento che può essere difficilmente replicata da altri paesi.

4. Conclusioni

La nostra analisi si è concentrata su 30 casi in cui il rapporto tra debito pubblico e PIL si è ridotto di almeno 25 punti percentuali. In tutti gli episodi, la riduzione del debito è avvenuta con le seguenti modalità: inflazione molto alta (soprattutto nel secondo dopoguerra), un mix di repressione finanziaria, crescita elevata e moderata inflazione (prevalentemente nell'epoca d'oro del sistema di Bretton Woods), aggiustamento fiscale ortodosso attraverso minore spesa o maggiori tasse (una strategia seguita da molti paesi dagli anni '80) e ristrutturazione del debito (il caso greco negli ultimi anni). Alcune di queste strategie non sono replicabili oggi. In particolare, sarebbe inconcepibile ridurre il debito attraverso un'inflazione a sorpresa, come accadde in diversi paesi dopo la fine della Seconda guerra mondiale. L'inflazione elevata, infatti, probabilmente non fu una strategia per ridurre il debito, ma una necessità dolorosa dovuta alla distruzione postbellica. In ogni caso, lo scenario di un'inflazione elevata nell'Eurozona è altamente improbabile.

Un'altra strategia che non sembra replicabile oggi è quella dell'epoca d'oro di Bretton Woods: alti tassi di crescita, moderata inflazione e repressione finanziaria, ovvero un sistema di controlli che può effettivamente obbligare gli investitori ad accettare rendimenti inferiori all'inflazione. Bisogna considerare che le tecnologie moderne rendono molto difficile per i governi impedire agli investitori di trovare le migliori opportunità di investimento ovunque nel mondo. Questa strategia, quindi, implicherebbe l'imposizione di una tassa sugli obbligazionisti.

In questo studio non si trovano altre possibili strategie di riduzione del debito, il che implica che tali strategie non vennero intraprese, oppure vennero tentate senza successo. L'esempio chiave sono le privatizzazioni: le evidenze empiriche mostrano che queste aiutarono a ridurre debiti elevati, ma non ebbero mai un ruolo chiave.

Un'altra strategia che non ha mai svolto un ruolo fondamentale è il "liability management". Tutti i paesi hanno uffici o agenzie di gestione del debito più o meno sofisticate che cercano di emettere titoli di debito che possano minimizzare il costo di prendere a prestito per il governo e raggiungere altri obiettivi rilevanti, come allungare la durata del debito. Queste funzioni sono importanti e vanno svolte in ogni caso, ma non possono fare miracoli. Ad esempio, l'idea di indurre i cittadini di uno stato a comprare il suo debito pubblico per ridurre la dipendenza dalla volatilità dei mercati internazionali non sembra aver mai ottenuto alcun risultato.

Un altro approccio che compare nella vicenda degli ultimi decenni è la mutualizzazione del debito. Nonostante negli ultimi anni alcune proposte portate avanti nel contesto delle riforme dell'Unione Monetaria Europea, ad esempio quella del Consiglio tedesco degli esperti economici, non sembrano irragionevoli sulla carta, nella storia economica le mutualizzazioni del debito sono avvenute solo dopo guerre che avevano causato grandi cambiamenti nella struttura delle nazioni, come l'unificazione d'Italia o la rivoluzione delle tredici colonie che fondarono gli USA.

Un'ultima strategia che non ha precedenti di successo è quella che a volte è sostenuta dai politici prima delle elezioni, una strategia che permette loro di promettere il paradiso senza sacrifici: ridurre il debito senza aumentare il deficit. Quest'idea ha una versione "di sinistra", aumentare la spesa, promossa dai politici che spesso si definiscono keynesiani. Oppure ha una versione "di destra", tagliare le tasse, promossa dai politici che odiano essere considerati keynesiani. Entrambi le versioni promettono miracoli che non fanno.

Infatti, dagli anni '80, con i tassi di interesse superiori rispetto al tasso di crescita del PIL, l'unica strategia di successo per ridurre il debito è stata quella ortodossa, ovvero un miglioramento dell'avanzo primario, come mostrano i 13 casi che abbiamo analizzato. La conclusione principale, quindi, è che una riduzione significativa del debito non è mai stata raggiunta aumentando la spesa o tagliando le tasse. Per diminuire il debito è necessario avere un avanzo primario sufficientemente elevato. Inoltre, mentre nel breve periodo è sensato perseguire politiche espansive per sostenere il ciclo, se la crescita è strutturalmente bassa, al fine di mantenere il debito lungo un sentiero sostenibile non vi è altra strada se non quella di migliorare l'avanzo primario. Questa politica dovrebbe essere accompagnata da riforme

strutturali volte a sollevare il tasso di crescita attraverso maggior produttività e competitività.

Infine, la complessa vicenda della ristrutturazione del debito greco nel 2011-2012 suggerisce tre lezioni importanti. La prima è che ristrutturare ha effetti recessivi sulla domanda interna perché è una tassa sulla ricchezza e può causare una crisi del credito a causa sia delle perdite delle banche che del peggioramento della reputazione che colpisce le imprese locali quando c'è un default dello stato. La seconda è che anche grandi tagli del debito possono avere un effetto piccolo sul rapporto debito/PIL, a causa della caduta del PIL e la necessità di prevenire il collasso del sistema bancario attraverso una ricapitalizzazione che obbliga a contrarre nuovi debiti. Le riduzioni del rapporto debito/PIL sarebbero anche inferiori in caso di paesi in cui il debito è detenuto prevalentemente a livello nazionale, come in Italia. La terza lezione, forse la più importante, è che ristrutturare può essere un doloroso ma necessario complemento al ritorno alla rettitudine fiscale, ma non è un'alternativa: qualsiasi cosa si pensi sui tempi della ristrutturazione e l'ampiezza del pacchetto di misure di *austerità* richieste dalla *Troika*, non si può dubitare della necessità che la Grecia ritornasse alla responsabilità fiscale. Questi sono fattori importanti da ricordare quando si parla della ristrutturazione come un modo per risolvere il problema del debito.