

# **Un debito sovrano eccessivo compromette davvero la crescita?**

**Una critica de *Questa volta è diverso*, di Reinhart e Rogoff**

**Yeva Nersisyan**

**L.Randall Wray**

**Giugno 2010**

Traduzione a cura di  
*Marco Sciortino*

per

 Mosler **economics**  
modern money theory  
for **public purpose**  
[www.memmt.info](http://www.memmt.info)

## SINTESI

La peggiore crisi dai tempi della Grande Depressione ha provocato un rigonfiamento dei deficit di bilancio nella maggioranza dei Paesi, poiché sono crollate le entrate fiscali, i governi hanno salvato le istituzioni finanziarie e sperimentato politiche fiscali anti-cicliche. Ad esclusione di ragguardevoli eccezioni, la maggior parte degli economisti accoglie l'opportunità dell'espansione dei disavanzi di bilancio nel breve periodo, ma teme eventuali effetti a lungo termine. C'è una schiera di argomenti teorici che conducono alla conclusione che proporzioni piuttosto elevate di debito governativo potrebbero deprimere la crescita. Vi sono anche altre argomentazioni in relazione ad effetti più immediati del debito sull'inflazione e sulla solvibilità nazionale.

La ricerca condotta da Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff è sovente menzionata per dimostrare gli impatti negativi del debito pubblico sulla crescita economica e sulla stabilità finanziaria. In questo saggio analizzeremo criticamente il loro lavoro. Distingueremo tra una nazione che opera con un proprio tasso di cambio fluttuante e con una valuta non convertibile (sovrana), ed una nazione che opera in maniera opposta. Dimostreremo inoltre che i risultati a cui sono pervenuti Reinhart e Rogoff non si addicono al caso degli Stati Uniti.

*"Credo che ci sia un elemento di verità nella superstizione che il bilancio dello Stato vada sempre pareggiato [sia necessaria, ndt]. Ma una volta che ci siamo sbarazzati di questa credenza, avremo eliminato la muraglia che ogni società erige contro la spesa fuori controllo. Deve esservi disciplina nell'allocazione delle risorse o si avranno inefficienza e caos fuori controllo. In fin dei conti è una credenza simile alla religione di una volta, la cui funzione era di spaventare la gente con qualcosa che potrebbe essere considerato come dei miti, affinché si comportasse nel modo voluto dalle usanze accettate. Noi abbiamo eliminato la credenza nella connaturata necessità di pareggiare il bilancio, anche se non ogni anno, almeno in ogni breve lasso di tempo. Se il Primo Ministro Gladstone tornasse in vita direbbe 'oh oh, ma cosa avete combinato' e James Buchanan discute in questi termini. Devo dire che riconosco del merito in questa concezione."<sup>1</sup>*

*(Paul Samuelson in Blaug, 1995)*

## INTRODUZIONE

Non vi sono probabilmente argomenti più scottanti di quello circa l'impatto dei *deficit* di bilancio governativi, e del debito, sulla crescita di lungo periodo. La peggiore crisi dai tempi della Grande Depressione ha provocato un rigonfiamento dei deficit di bilancio nella maggioranza dei Paesi, poiché sono crollate le entrate fiscali, i governi hanno salvato le istituzioni finanziarie e sperimentato politiche fiscali contro-cicliche. Ad esclusione di ragguardevoli eccezioni, la maggior parte degli economisti accoglie l'opportunità dell'espansione dei disavanzi di bilancio nel breve periodo, ma teme eventuali effetti a lungo termine. Il quesito viene posto in modo da poter essere collegato ai problemi strutturali relativi ai disavanzi della maggioranza delle economie avanzate, che sorgono da una combinazione di programmi troppo "beneficenti" e dall'invecchiamento della popolazione, dal momento che gran parte della rete di sicurezza sociale è rivolta a persone anziane. Dunque, persino coloro che sostengono una maggiore leva fiscale ora asseriscono che stringere la cinghia sarà necessario una volta che la ripresa avrà inizio. Molti ritengono che i benefici promessi dovranno essere ridimensionati per dare così luogo a dei bilanci "sostenibili". Tuttavia qual è la relazione fra il debito e la crescita di lungo periodo? E poi, c'è un limite alla quantità che può raggiungere il debito pubblico prima che il governo debba fare *default*? Vi è una serie di argomentazioni teoriche che inducono alla conclusione che tassi di debito governativo più elevati potrebbero deprimere la crescita, come conseguenza degli effetti del *crowding out*<sup>2</sup> sugli investimenti (o per l'equivalenza ricardiana)<sup>3</sup> e dell'uso alquanto inefficiente delle risorse da parte del governo. Vi sono altre argomentazioni teoriche, inerenti ai più immediati effetti del debito, che poggiano sul computo della sostenibilità fiscale — relazioni fra tassi di crescita e pagamento degli interessi del governo — e che implicano che il governo sarà costretto a fare *default* o ad imporre una catastrofica "tassa da inflazione" che rallenterebbe la crescita. Tuttavia, nessuna di queste è convincente perché, come è usuale in economia, la teoria raramente fornisce una risposta definitiva

---

1 Traduzione che trae liberamente spunto dalla quella operata da Paolo Barnard ne "Il Più Grande Crimine".

2 Sostanzialmente, per "crowding out" si intende la riduzione della spesa privata (sia investimento sia consumo) a seguito di un aumento della spesa pubblica (Wikipedia), ndt.

3 L'equivalenza Ricardiana (nota anche come Equivalenza di Barro-Ricardo) è una teoria economica che suggerisce come i consumatori interiorizzino i vincoli di bilancio e come quindi la tempistica dei cambiamenti della tassazione non influisca sul loro profilo di spesa. Di conseguenza, l'equivalenza ricardiana suggerisce che la scelta di finanziare le spese governative attraverso l'emissione di debito, piuttosto che con un aumento delle tasse, non abbia influenza sul livello della domanda (Wikipedia), ndt.

(eccetto quando declamata da economisti univoci e determinati).<sup>4</sup> In soccorso, intervengono Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff con la loro ricerca monumentale (arricchita ulteriormente da un recente saggio) che fornisce evidenze empiriche delle relazioni fra debito, crisi finanziarie, inflazione, crolli delle borse e dei mercati monetari, *default* di governi sovrani, e crescita di lungo periodo (Reinhart e Rogoff 2009a e 2009b). Essi hanno sviluppato una nuova banca dati che ricopre ben otto secoli e sessantasei Paesi, sebbene il libro si concentri maggiormente su crisi e *default* dal 1800 in poi. Essi identificano 250 *default* sovrani esterni e 70 *default* sul debito pubblico interno, venendo alla conclusione che la cosiddetta "*insolvenza seriale*"<sup>5</sup> sarebbe stata la regola attraverso la storia ed intorno al globo — senza pressoché nessun "*insolvente vergine*"<sup>6</sup> (2009a). Questi *default*, stando alla loro analisi dei dati, comporterebbero ampi costi in termini di crescita debole e bassa per tanti anni.

Dalla loro analisi storica, essi hanno dedotto con una certa accuratezza un limite prudenziale per il rapporto debito sovrano/PIL. Essi hanno rinvenuto che, fino ad un tasso del 90%, la relazione fra il debito governativo e la crescita economica è scarsa, ma al di sopra di questo limite la crescita comincerebbe a risentirne, con una caduta della crescita mediana<sup>7</sup> di lungo periodo di un punto percentuale ed una caduta della crescita media in generale ancora superiore. Questi risultati varrebbero sia per le nazioni sviluppate che per le economie emergenti. Tuttavia, per le nazioni emergenti — che tipicamente prendono a prestito maggiormente dall'estero — la soglia del debito governativo esterno è più bassa, con una caduta della crescita di due punti percentuali quando quel rapporto (fra il debito pubblico detenuto dal settore estero ed il PIL nazionale) raggiunge il 60%. La crescita diviene negativa a rapporti al di sopra del 90% (2009b). Ovviamente, se questi risultati sono rilevanti, anche le conseguenze per le nazioni in via di sviluppo — in particolare — sono importanti. Inoltre, Reinhart e Rogoff (2009b) non trovano una relazione fra alti tassi di debito governativo ed inflazione entro i Paesi sviluppati (eccetto per il caso degli Stati Uniti), ma le nazioni emergenti risentono negativamente dell'innalzamento dell'inflazione mediana dal 6% annuo al 16.5% quando esse si spostano da un basso tasso di debito ad un tasso alto. Ancora peggio, essi trovano che raramente i Paesi crescono da soli a causa di alti livelli di debito. Piuttosto, le nazioni altamente indebitate architetterebbero il *default* attraverso combinazioni di rapida inflazione o d'integrale ripudio del debito (2009a). Per di più, la via del recupero dopo il *default* non è gradevole, con anni di PIL indebolito, alta disoccupazione e accesso ai mercati dei capitali mondiali attenuato.

Dalla Seconda Guerra Mondiale in poi, è sembrato che le nazioni avanzate avessero "superato" l'insolvenza seriale, ma non necessariamente le crisi finanziarie (invero, un elenco articolato delle crisi mostra effettivamente che la frequenza delle crisi è incrementata negli ultimi anni — e la crisi corrente ne è l'esempio più lampante) (Reinhart e Rogoff 2009a). Le nazioni "promosse" alimentano un circolo virtuoso, poiché la lontananza dal *default* migliora la fiducia e le valutazioni

---

4 Nel testo *one-armed economists*: in inglese operare "con una sola mano" vuol dire operare con fermezza, sicurezza, in quanto in questa lingua l'espressione «da una mano... dall'altra mano» serve per illustrare i pro e i contro di una determinata scelta (cfr. l'articolo [http://www.lastampa.it/\\_web/cmstp/tmplRubriche/editoriali/gEditoriali.asp?ID\\_blog=25&ID\\_articolo=7755&ID\\_sezio ne=29](http://www.lastampa.it/_web/cmstp/tmplRubriche/editoriali/gEditoriali.asp?ID_blog=25&ID_articolo=7755&ID_sezio ne=29)).

5 *Serial default* nell'originale, *ndt*.

6 *Default virgins* nell'originale, *ndt*.

7 In statistica, un valore mediano è un valore al quale metà dei valori di una distribuzione è inferiore, e l'altra metà è superiore (es. date 10 persone, 2 hanno un'età maggiore di 60 anni e la restante parte si aggira sui 40 anni, l'età mediana in questo caso è 40 anni poiché metà delle persone ha 40 anni o meno, l'altra metà ne ha 40 o più, il valore medio invece sarebbe stato di 44 anni circa), *ndt*.

sul *rating*, riducendo gli interessi e quindi l'espansione delle spese per debiti. Quando una nazione perde la fiducia dei suoi creditori, l' "intolleranza al debito" può rapidamente generare un circolo vizioso di incremento degli interessi e degli indici di *deficit*, che conducono alla perdita di fiducia sui mercati dei capitali e l'avvicinarsi dello spettro del *default*. Essi enfatizzano il fatto che un *deficit* di bilancio, e pertanto anche l'aumento del debito, sia almeno parzialmente endogeno. Non sono solamente i tassi d'interesse a svolgere un compito di segnale per i creditori — facendo sì che il pagamento degli interessi sia endogeno — ma anche le crisi hanno un impatto sostanziale sui bilanci. Mentre molti puntano ai costi di *bail-out* [salvataggio di istituti creditizi, *ndt*] e all'utilizzo di stimoli fiscali per affrontare le recessioni che sovente accompagnano le crisi, Reinhart e Rogoff mostrano che il calo del gettito fiscale, insieme a pagamenti più elevati sugli interessi, dovuti alle ricompense sul rischio elevato e ai *downgrade* sul *rating*, ha un impatto maggiore. Le entrate del governo, poi, crollano quando l'economia rallenta. Le crisi possono avere impatti di lunga durata sul PIL, sui redditi e, quindi, sulle entrate del governo. Essi constatano che, in media, il debito governativo residuo incrementa dell'86% in tre anni dall'inizio della crisi — ciò è dovuto per lo più al calo delle entrate piuttosto che agli incentivi discrezionali e ai salvataggi (142). L'attuale crisi globale non fa eccezione ed i debiti governativi stanno crescendo più o meno coerentemente alle loro ricerche. Dobbiamo preoccuparci? Questa non è una crisi qualunque — non è altro che la peggiore dai tempi della Grande Depressione. Stando al lavoro di Reinhart e Rogoff, anche quando la ripresa comincia a farsi sentire, saremmo ancora per molti anni di fronte a *performance* economiche globali al di sotto delle aspettative, le quali produrranno ancor più montagne di debito governativo. Alcune nazioni si sono già avvicinate o hanno addirittura oltrepassato il 90% del rapporto [debito/PIL, *ndt*], ed anche altre continueranno a farlo. E poiché questa è veramente una crisi globale, i risultati potrebbero essere ancora peggiori, dato che è difficile prevedere da dove verrà fuori il motore della crescita mondiale.

## QUESTIONI CONTROVERSE

Reinhart e Rogoff (2009a) presentano il loro metodo come un'alternativa "decisamente empirica" al più tipico approccio "narrativo" sullo studio delle crisi. In altre parole, piuttosto che studiare i dettagli di particolari crisi per ottenere una comprensione delle loro cause e delle loro conseguenze, al fine di poter effettuare descrizioni più generali, il loro metodo consiste nell'associare specifiche misure e specifici indici fra Paesi e lungo tutto l'arco della storia, per ottenere dati esposti in "semplici tabelle e figure" allo scopo di "inaugurare nuove vedute per le analisi politiche e per la ricerca". Presumibilmente, essi includono come meta un tentativo di far luce sulla corrente crisi, dal momento che dedicano un intero capitolo alla "crisi dei *subprime*" e trattano le cause e le probabili conseguenze di essa altrove nel libro. Inoltre, è evidente che il loro lavoro è ampiamente utilizzato da coloro che stanno applicandone le conclusioni alla nostra situazione. Per queste ragioni, le conseguenze del loro studio sullo sviluppo della nostra comprensione della crisi corrente sono degne di nota.

Essi indicano "*Euforia e panico*" di Kindleberger come un esempio dell'approccio narrativo da contrastare con le loro analisi empiriche. È forse eloquente il fatto che non venga fatta menzione de "*Il grande crollo*" di Galbraith o di uno qualsiasi dei lavori di Hyman Minsky. Secondo noi, la "narrativa" dettagliata di Galbraith sulla Grande Depressione spicca come una disamina altamente "empirica" e notevolmente utile; inoltre, una lettura del libro fa sembrare la crisi corrente ancora

una volta come un *déjà vu*. Oltretutto, molti analisti stanno adoperando il lavoro di Minsky per cercare di comprendere questa crisi — in realtà, si potrebbe asserire ch'egli "la vide arrivare" mezzo secolo fa (Wray 2009). Reinhart e Rogoff (2009a) ripetono come un mantra che ogni *boom* genera la credenza che "questa volta è diverso" — vale a dire che i bei tempi continueranno per sempre, qualcosa che il crollo ha dimostrato essere errato. Questa era proprio la dimostrazione di Galbraith del *crash* del 1929, poi Minsky ha energicamente dimostrato che la relativa tranquillità delle prime due decadi del dopoguerra avrebbe inevitabilmente portato ad una maggiore assunzione di rischi, allorché il ricordo della Grande Depressione fosse svanito. In ultima analisi ciò conduce alla "grande moderazione" stupendamente fuori luogo di Bernanke, riproduzione della proclamazione di Irving Fisher di un "altopiano permanente" [sullo stato del valore delle azioni in borsa prima del crollo, ndt]. Inconsapevolmente, Bernanke ha dato la sua benedizione alla forma più pericolosa di ingegneria finanziaria, con la tesi che il mondo fosse ormai un luogo molto più sicuro, in quanto egli pensava che i banchieri centrali competenti avessero eliminato il *downside risk*.<sup>8</sup> I mercati reagirono in una maniera prevedibile — la bramosia scavalcò il panico, come deve accadere quando le perdite sono socializzate. Sembra che ci sia molta originalità superflua nel libro di Reinhart e Rogoff (2009a), tuttavia essa è probabilmente involontaria. Se Reinhart e Rogoff avessero letto Minsky, avrebbero capito la sua argomentazione, ovvero che un'economia capitalista sviluppata, con relazioni finanziarie complesse, genera crisi finanziarie in maniera endogena. Il loro concetto di "promozione" in un solido sistema immune alle crisi finanziarie non può applicarsi in una simile economia. Minsky riteneva che la politica potesse essere pianificata per guidare l'economia verso una maggiore stabilità, ma anche che questa stabilità sia di per sé destabilizzante.

Reinhart e Rogoff sembrano effettivamente capire che l'euforia speculativa apra la strada ai *crash*, nonostante ogni *crash* venga commercializzato con una storia alla "questa volta è diverso". In altre parole, il metodo empirico che usano che gli consente davvero di respingere l'idea che "questa volta sia diverso", tuttavia la loro conoscenza dei processi che conducono un sistema finanziario sull'orlo del precipizio impallidisce al confronto con le analisi di Galbraith e Minsky. Ancor più importante, come sarà discusso più avanti, ci pare che essi non comprendano del tutto le operazioni monetarie fondamentali e le condizioni che rendono i governi sovrani "a prova di *default*", e persino se i relativi settori non-governativi siano sempre propensi alla crisi. In ogni caso, per noi risulta difficile convenire che la loro ricerca sia più utile delle altre narrative dettagliate per lo sviluppo di una comprensione dell'attuale crisi, per il semplice motivo che essi sono costretti ad omettere dettagli in favore dell'ampia trattazione che vogliono svolgere. Ad esempio, supponiamo che si vogliano osservare le precedenti crisi in Grecia alla ricerca di indizi per comprenderne la crisi attuale. Nelle loro appendici "dettagliate", dove essi esaminano le crisi specifiche, vi sono due voci dovute alla Grecia. Vi fu una crisi nel 1931, e la voce recita: "Il Paese fallì sul debito esterno e lasciò al suo posto il *gold standard*"; la seconda riguarda gli anni 1991-95 e recita: "Difficoltà localizzate hanno richiesto ingenti iniezioni di fondi pubblici" (366). Questo è quanto. Palesemente, non è corretto pretendere che gli autori forniscano dettagli in più per le centinaia di crisi che includono. Tuttavia si potrebbe leggere ogni voce per ogni crisi inclusa, ed è discutibile il fatto che la conoscenza accumulata possa infatti essere nient'altro che un "ok, ci sono state un

---

8 *Downside Risk*: la perdita presumibile di prezzo da parte di un titolo conseguente all'andamento negativo dei fattori economici capaci di influenzarne la valutazione (cfr. <http://www.soldionline.it/guide/glossari/finanza-downside-risk>), ndt.

sacco di crisi", sicché persino il lettore più accorto non avrebbe una migliore comprensione delle crisi dopo aver letto tutte le appendici. In realtà, comunque, non è questo il problema principale riguardo al loro metodo. Nell'arco degli scorsi ottocento anni (e per giunta negli scorsi due secoli, che sono il fulcro del libro), le istituzioni, le politiche monetarie e fiscali e il sistema dei tassi di cambio sono cambiati radicalmente. L'ultima volta che il governo USA "fallì" fu nel 1933. A quei tempi, gli Stati Uniti operavano con un "governo minimo" vincolato dal *gold standard* — nell'impegno di convertire in oro i propri ITD [Io-Ti-Devo, *ndt*] ad un tasso di cambio stabilito. La spesa del governo federale era solamente del 6% del PIL nel 1933, più della quota del 2.5% del 1929, ma non per una spesa più elevata, bensì in gran parte perché il PIL cadde di circa la metà dal 1929 al 1933. Oggi la spesa del governo federale si aggira in media tipicamente da un quinto ad un quarto del PIL, con i c.d. "*transfer payments*"<sup>9</sup> che aggiungono un altro 10% o anche più. Questo mutamento è solito nei Paesi "avanzati", la maggioranza dei quali si avvicina al 50% della presenza del governo nell'economia. Sono fattori che contano? Quand'anche lo fossero, come discuteremo, semplicemente l'aggregazione di governi minimi che operano sotto il regime del *gold standard*, con governi ampi che operano con valute non convertibili e con un regime di tassi di cambio flessibili, non fornisce informazioni utili.

Ora, Reinhart e Rogoff cercano di convincere che gli indici di indebitamento governativo importino, e che siano indirettamente correlati alla dimensione del governo in economia (un governo che intervenga di appena il 3% nell'economia probabilmente non accumulerà un debito cospicuo, in relazione al PIL). Sembra altresì esserci qualche modica comprensione circa il fatto che conti la valuta nella quale è emesso il debito — nuovamente, qualcosa che in qualche maniera sconfessa le semplici aggregazioni tra Paesi e tra epoche storiche. Infatti, la conclusione che le nazioni "emergenti" siano vincolate da indici di debito del 60% piuttosto che del 90% appare essere correlata, per gli autori, all'inclinazione delle nazioni emergenti ad emettere debiti denominati in valute estere e al possesso straniero del debito (con il patrimonio domestico che affronta maggiori rischi di insolvenza). Essi concludono anche che quando i governi lasciano fluttuare la loro valuta e delimitano il debito governativo alla denominazione nella valuta domestica, i vincoli sono molto più labili. Difatti, ciò sembra essere un parte ampia del processo attraverso il quale i Paesi "vengono promossi" dallo stato di insolventi seriali a quello di solvibili. Concordiamo; speriamo solo che essi abbiano elaborato molto più di questa distinzione. Il problema è che gli indici forniti da Reinhart e Rogoff solitamente non tengono conto di queste distinzioni; in realtà, persino dopo un'attenta lettura del loro libro non è possibile stabilire quale dei *default* governativi è accaduto sotto regimi di tassi di cambio fissi (o di *gold standard*, oppure con agganciamento a valute estere) rispetto ad uno con tassi flessibili (senza impegno di convertire ad un tasso fissato). Invero, la loro scoperta che i "Paesi avanzati" sembrano "essere promossi" non è nient'altro che la transizione verso valute sovrane, che veniva compiuta dai Paesi maggiormente sviluppati con l'abbandono del sistema di Bretton Woods. Per quello che possiamo affermare, non ci sono casi di *default* governativi sul debito (interno o straniero), nel caso di valute a tasso flottante, contenuti nella loro raccolta di dati.

Non ne siamo comunque sicuri poiché non è possibile rivelarlo dalla loro analisi. Loro fanno

---

9 I *transfer payments* sono dei particolari pagamenti effettuati dal governo statunitense (ma anche da quello canadese, in maniera leggermente differente) ai privati, realizzati non tramite dazioni di denaro liquido o sotto forma di crediti, ma indirettamente attraverso programmi di welfare, previdenza sociale, sussidi etc. eseguiti con i soldi dei contribuenti.

distinzione fra "debito domestico" (presumibilmente denominato in valuta domestica) e "debito esterno" (nel caso delle nazioni emergenti si dice essere "spesso" denominato in valuta estera, ma non sono forniti dati per effettuare una distinzione) (10, 13). In una delle appendici al testo, essi elencano fonti di dati per il debito pubblico domestico e in didascalia riscontrano "dollari" per alcuni Paesi. Ciò significa che i Paesi elencati hanno adottato il dollaro USA come loro valuta "domestica"? Non ne siamo certi, ma se fosse così, perché mai ciò dovrebbe considerarsi debito domestico? A nostro modo di vedere, la distinzione più importante che si possa effettuare fra quello che chiamiamo debito sovrano (emesso da un governo che non promette di convertirlo su richiesta in metallo prezioso o in valuta straniera ad un tasso di cambio stabilito) e debito non sovrano (che può anche includere un debito governativo, emesso con la promessa di convertirlo ad un tasso di cambio fisso) è la valuta nella quale il debito è denominato. Curiosamente, Reinhart e Rogoff argomentano correttamente che un tasso di cambio in aggancio ad un'altra valuta o "gestito severamente", tende ad avviare processi dinamici che generano la crisi ed il *default*. Per esempio, quando il governo opera implicitamente esplicitamente con una valuta agganciata ad un'altra, vi è una forte inclinazione dei cittadini, nonché del governo stesso, ad emettere debito in valuta estera ogni volta che il tasso di interesse interno è più elevato dei tassi stranieri. Questo porta ad una accumulazione di debiti in valuta estera — effettuando praticamente un *trade-off* a favore di tassi di interesse più bassi per coprirsi dal rischio del tasso di cambio. Tuttavia, per il governo, il *trade-off* fa sì scendere i tassi a livelli inferiori, ma con rischio d'insolvenza (Reinhart e Rogoff 2009a). Questo perché, per una nazione sovrana con una valuta fluttuante e non convertibile (nessuna promessa di conversione ad un tasso di cambio fisso), l'obbligo di finanziarsi è una questione molto diversa. Reinhart e Rogoff sembrano comprendere in parte la differenza: "Se il tasso di cambio è gestito severamente (non è necessario che sia esplicitamente agganciato), potrebbe scaturire una contraddizione politica fra il sostenere il tasso di cambio e l'agire da prestatore di ultima istanza per gli istituti in difficoltà." (271) Vanno avanti, nel caso di un debito denominato in valuta estera "il deprezzamento o la svalutazione della moneta...aumenta le probabilità di *default* esterno e domestico qualora il governo abbia un debito denominato in valuta estera" (272). Infine, osservano, "persino una completa garanzia sulla stabilità del tasso di cambio può illudere banche, società e cittadini ad assumere passività in valute estere forti, potendo pensare che vi sia minore rischio di un'improvvisa svalutazione valutaria, che incrementerebbe nettamente l'onere di mantenere tali prestiti. In un certo senso, il crollo della valuta è un crollo delle garanzie governative sulle quali il settore privato potrebbe aver fatto affidamento..." (272-3). Tuttavia, se essi avessero riconosciuto pienamente l'importanza della differenza fra una valuta sovrana (come definita sopra) ed una valuta non sovrana, avrebbero potuto utilizzare tale distinzione nelle loro raccolte di dati. Un governo che opera con una valuta non sovrana, che emette debiti o in valuta estera o in valuta domestica agganciata a valute estere (o a metalli preziosi), affronta rischi operativi reali<sup>10</sup> e deve affrontare il rischio d'insolvenza. Di contro, l'emittitore di una valuta sovrana (ossia, un governo che spende usando la propria valuta fluttuante e non convertibile) non è operativamente vincolato e non può essere costretto al *default*. Questo è un qualcosa che viene riconosciuto — quanto meno parzialmente — dai mercati e persino dalle agenzie di *rating*. Per

---

10 Definito come il rischio di perdite derivanti da disfunzioni a livello di procedure, personale, sistemi interni, oppure da eventi esogeni. Tale definizione include il rischio giuridico (*legale*), ma non quello strategico, di reputazione e sistemico. (v. <http://www.tesionline.it/default/glossario.jsp?GlossarioID=4953>), cfr. anche la definizione datane in Basilea II, *ndt*.



esempio, il Giappone può incorrere in rapporti debito/PIL che sono più del doppio elevati rispetto ai limiti di Reinhart e Rogoff, accompagnati da tassi d'interesse estremamente bassi sul suo debito sovrano denominato in yen. Invece, i 50 Stati USA, nazioni come l'Argentina che operano con dei *currency board*<sup>11</sup> (dalla fine degli anni '90), o per giunta le nazioni euro (dove la struttura istituzionale li rende molto più simili agli Stati USA) devono far fronte ai declassamenti e all'innalzamento dei tassi d'interesse, con indici di *deficit* spesso molto inferiori a quelli del Giappone o persino degli stessi Stati federali americani. Ciò perché una nazione che opera con la propria valuta può sempre spendere semplicemente accreditando depositi bancari, e ciò comprende anche la spesa per gli interessi. Per cui non vi è rischio di *default* in relazione all'*ability to pay*. Contrariamente, una nazione che aggancia la propria valuta o che opera all'interno di un comitato valutario può essere costretta al *default* dai limiti alla propria *ability to pay* per ciò che si è tenuti a pagare — come quando il governo USA abolì i propri impegni in oro nel 1933. Nella prossima sezione esamineremo il caso degli Stati Uniti, che operano con una valuta sovrana. Dimosteremo che i risultati a cui sono pervenuti Reinhart e Rogoff non si addicono al caso degli Stati Uniti. Sfortunatamente, le nazioni euro hanno rinunciato alle proprie valute sovrane quando hanno adottato l'euro; questo è ciò che ha permesso l'eventualità di un *default* sovrano, per tornare a nazioni come la Grecia - effettivamente, è stato come retrocedere alle scuole elementari (Kelton e Wray 2009).

## **ALTI LIVELLI DI DEBITO E BASSA CRESCITA: CORRELAZIONE O NESSO DI CAUSALITÀ?**

In una recente intervista con il *Wall Street Journal*, Carmen Reinhart asserì che gli Stati Uniti non si stanno occupando della loro crescente emissione di debito e che quindi un declassamento del debito potrebbe essere necessario per fare comprendere il problema ai politici (Hilsenrath 2010). Il *Wall Street Journal* ha definito il volume di Reinhart e Rogoff (2009a) "uno dei libri di economia più significativi del 2009" (Hilsenrath 2010). Il libro, assieme ad un documento di accompagnamento (Reinhart e Rogoff 2009b), ha ricevuto un'attenzione dei media ampiamente estesa ed è stato sfruttato dai falchi del deficit, e parimenti dalle colombe del deficit, per dimostrare che l'incremento del debito pubblico statunitense non è sostenibile. La scoperta principale del saggio è che quando il rapporto debito/PIL oltrepassa la soglia del 90%, la crescita rallenta significativamente — il tasso medio di crescita diminuisce dell'1% e le diminuzioni, in media, sono addirittura superiori. Questo limite vale sia per le nazioni sviluppate che per quelle in via di sviluppo, tuttavia, quando si tratta di debito esterno (definito nel loro libro come debito, pubblico o privato, emesso in giurisdizione straniera e, di solito, ma non sempre, denominato in valuta straniera), la soglia è molto più bassa, appena il 60% del PIL. Quando un Paese oltrepassa questa soglia di debito esterno, la crescita annua decade di circa il 2% e, a livelli molto elevati, il tasso di crescita si riduce di pressoché la metà. Molti citano queste cifre in relazione al caso degli Stati Uniti, dato che circa la metà del debito federale è detenuto all'estero; nonostante l'indice d'indebitamento del governo giapponese sia molto più elevato, quasi la sua totalità è detenuto internamente, e molti opinionisti credono che ciò sia una differenza rilevante. Una conclusione per la quale nel saggio non viene data una spiegazione è che il tasso di crescita medio sia più elevato

---

11 Comitati valutari, *ndt*.

(sia per le economie avanzate che per quelle emergenti) a livelli di debito di media fascia (60-90% del PIL) piuttosto che a livelli di debito più bassi (30-60% del PIL). Se davvero il debito inibisse la crescita, allora ci si potrebbe aspettare che i tassi di crescita medi decadano costantemente non appena incrementino gli indici di debito, la qual cosa non avviene, stando ai loro dati. In secondo luogo, il fatto che i tassi di crescita non rallentino, per alcuni dei Paesi nel loro modello, a livelli di debito al di sopra del 90% — e la crescita era più elevata in alcuni casi di debito molto alto — avrebbe meritato dei chiarimenti.

Ad essere sinceri, gli autori effettivamente accennano al fatto che l'analisi di un determinato Paese sia necessaria, ma non riescono a dare alcuna spiegazione per questi scostamenti. Dunque come mai alcuni Paesi crescono più rapidamente ad alti indici di indebitamento mentre altri crescono più lentamente? Questo indica il principale punto debole del loro metodo, che utilizza valori medi e mediani fra diverse nazioni ed epoche, per trarre conclusioni generali sul debito e sulla crescita. Sembra che in alcuni casi alcuni grandi, o isolati, Paesi (come gli Stati Uniti o l'Argentina) trascino i risultati per l'intero novero e dunque ciò non può essere fondato per tentare di applicare tali risultati ad altri Stati.<sup>12</sup> Vi sono domande circa determinati Paesi che necessitano di essere poste, ma non è che chiaro se gli autori abbiano abbastanza dati. Per esempio, nel caso degli Stati Uniti, su 216 osservazioni di rapporti debito/PIL, solamente 5 (ovvero il 2.3% di tutte le osservazioni) attengono a livelli di debito al di sopra del 90%. Questo non può essere sufficiente per concludere che alti indici di debito sono correlati con bassa crescita. Cosa più importante, correlazione non significa necessariamente nesso causale. Gli autori si servono della teoria dell'equivalenza ricardiana di Barro per spiegare come alti livelli di debito sono connessi con bassi tassi di crescita. Poiché le persone ritengono che "le tasse praticamente debbano essere aumentate", spendono di meno nel periodo corrente e così vi sono tassi di crescita economica più bassi. Alti livelli di debito sono messi in relazione anche con un'alta inflazione, poiché i governi sarebbero tentati di erodere i loro debiti tramite essa (Reinhart e Rogoff 2009b). Si suppone che questo, in un modo o nell'altro, conduca ad una lenta crescita. Tuttavia c'è un'altra, più plausibile spiegazione della correlazione fra alti indici d'indebitamento e crescita modesta. Durante una recessione, il bilancio del governo va automaticamente in *deficit* ed aumenta il rapporto debito/PIL — un punto che essi ammettono. Quindi se semplicemente si prendono i tassi di crescita medi a diversi livelli di debito, sicuramente vi sarà una correlazione negativa. Tuttavia, il nesso di causalità non va dal debito alla crescita modesta, bensì avviene il contrario. L'attuale recessione è un esempio abbastanza adatto di questo nesso. Non è verosimile asserire che l'attuale recessione negli Stati Uniti sia dovuta alla crescita del debito pubblico. Comunque il debito pubblico detenuto dai privati è incrementato dal 36% del PIL nel 2006 a circa il 52% dal 2009, quando il bilancio federale scivolò automaticamente oltre in zona *deficit*. Come dice Koo (2010), disporre a rovescio causa ed effetto conduce precisamente alla risposta sbagliata della politica in quella ch'egli chiama una "recessione di stato patrimoniale" [relativamente al portafoglio di *asset* e titoli finanziari detenuti, ndt]. Proprio come il Giappone nel 1990, la ricetta politica corretta per gli Stati Uniti, oggi, è un maggiore stimolo fiscale (tagli delle tasse, incremento della spesa pubblica, o — ancora meglio — una combinazione delle due) per immettere l'economia su un sentiero di ripresa. Una volta in atto, la ripresa ristabilirà la crescita e allo stesso tempo ridurrà il disavanzo di bilancio.

---

12 Si spera che la banca dati che essi hanno raggruppato possa fornire più dettagli. Abbiamo tentato di contattare entrambi gli autori per accedere al database, ma finora senza risposta.

## MONETA SOVRANA: CONTA VERAMENTE?

Allora qual è il modo migliore per analizzare le finanze dello Stato? Gli studi di Reinhart e Rogoff (2009a e 2009b) distinguono fra economie sviluppate ed emergenti. Nelle loro analisi non è sempre chiaro quale regime di tassi di cambio venga adottato, e se i debiti governativi siano denominati in valuta estera o domestica. Infatti, essi guardano alla "giurisdizione" piuttosto che alla valuta di denominazione, quando classificano il debito come domestico e straniero (10, 13). Per essi, la variabile significativa è costituita da chi detiene il debito pubblico — creditori interni o esterni — e si ritiene che il potere relativo di questi sostenitori sia un fattore rilevante per la decisione del governo di fare *default* (2009a). Ciò metterebbe anche in correlazione il fatto che la nazione fosse un'importatrice o un'esportatrice netta. Crediamo sia più utile classificare il debito governativo in base alla valuta nel quale è denominato ed in base al regime di tassi di cambio adottato. In questa sezione spiegheremo perché crediamo che il "debito sovrano" emesso da un Paese che adotta la propria valuta a tasso fluttuante, non convertibile (ossia non viene promesso di convertirla in metallo prezioso o un valuta estera ad un tasso ancorato), non affronta il rischio di *default*. Di nuovo, chiamiamo essa moneta sovrana, emessa da un governo sovrano.

Un governo sovrano spende emettendo la propria moneta e poiché esso ne ha il monopolio d'emissione, non vi sono vincoli operativi per la sua capacità di spesa. Non ha bisogno di tassare o di emettere *bond* per spendere; lo fa semplicemente accreditando depositi bancari, operativamente è solo una questione di cambiare numeri su fogli elettronici. D'altro canto, i Paesi che rinunciano alla propria sovranità monetaria ancorando la propria valuta a un metallo o ad un'altra valuta, oppure adottando del tutto una valuta straniera (ad esempio mediante la "dollarizzazione"), sono pertanto vincolati nella capacità di finanziare la loro spesa emettendo moneta. Un Paese non sovrano, che ancora la propria valuta ad un'altra moneta, può solamente emettere la valuta domestica fino al punto in cui le sue riserve in valuta estera consentono di mantenere il cambio. Se venisse emessa troppa valuta domestica, un attacco speculativo potrebbe costringere ad abbandonare l'aggancio, il che significa *default*. L'ancoraggio di una valuta costringe un governo a cedere almeno una parte dello spazio di politica fiscale e monetaria — ovviamente, i vincoli sono meno stretti se la nazione può beneficiare di *surplus* commerciali nella bilancia dei pagamenti per accumulare riserve in valuta estera (o in metallo prezioso).

Nel caso ancora più estremo, quello nel quale le nazioni euro si sono ritrovate dopo essere entrate nell'unione monetaria, i Paesi rinunciano al loro monopolio d'emissione di valuta in favore di un'istituzione sovranazionale o straniera, come la BCE, e quindi sono funzionalmente dipendenti dal finanziare la loro spesa tramite le entrate fiscali e l'emissione di *bond*. In effetti, i membri dell'eurozona sono utilizzatori, non emettitori, della valuta. Da questo punto di vista ogni Paese dell'eurozona, inclusa la Germania, è più simile ad un singolo Stato USA. Per cui, un Paese emergente che mantiene la propria sovranità monetaria, dispone di una politica interna più flessibile di quanto non ne disponga la Grecia o addirittura la Germania per questo. Riconosciamo comunque che ci sono vincoli pure per i governi sovrani — possono comprare solamente ciò che è in vendita nella loro valuta, ad esempio. Una spesa oltremodo eccessiva poi può portare inflazione, comunque sia essi non devono sostenere limiti di solvibilità nella propria valuta.

Come mai però il Giappone non paga alti tassi d'interesse o non deve far fronte ad una crisi da debito malgrado abbia un elevato rapporto debito/PIL — un rapporto molto più elevato di quello

della Grecia? Precisamente perché il "debito" giapponese è denominato nella loro valuta, della quale il monopolista d'emissione è il governo giapponese. L' "eccezionalità" del Giappone in confronto alla Grecia non risiede nel fatto che il suo debito sia nelle mani dei cittadini giapponesi, come sostengono Reinhart e Rogoff (2009b). Un governo sovrano onora il suo debito — sia esso detenuto internamente o da stranieri — esattamente in un modo: accreditando depositi bancari. Non vi è un maggiore rischio di *default* involontario sul debito sovrano giapponese, detenuto da stranieri, di quanto non possa esservene in quello detenuto internamente — in nessun caso infatti il governo giapponese può essere costretto al *default*.

La classificazione di Reinhart-Rogoff rivela la loro incompleta comprensione di cosa sia il debito governativo. Quando un Paese opera con una moneta sovrana, non ha bisogno di emettere *bond* per "finanziare" la propria spesa. L'emissione di *bond* è un'operazione volontaria che dà la possibilità ai privati di sostituire le loro passività governative che non maturano interessi — valute e riserve presso la Banca centrale — con passività governative che maturano interessi, come buoni del tesoro e titoli di Stato, che sono saldi di credito in conti detenuti presso la stessa Banca centrale.<sup>13</sup> Tuttavia se si crede che il governo abbia bisogno di indebitarsi per spendere, allora capire chi possiede i *bond* o chi ha intenzione di comprarli diviene un fatto rilevante. Da questo punto di vista, un Paese può essere tagliato fuori dai mercati di capitali internazionali, o addirittura dai mercati di capitali interni, se non riesce ad onorare i propri debiti. Se si comprende che l'emissione di *bond* è un'operazione volontaria da parte di un governo sovrano, e che essi non sono niente più che depositi alternativi presso la stessa Banca centrale, gestiti dal medesimo governo, allora diviene irrilevante, per quanto concerne solvibilità e tassi d'interesse, se vi siano acquirenti per i titoli governativi o se gli stessi siano posseduti da cittadini interni o da stranieri.

Qualcuno potrebbe obiettare che il *default* è sempre in qualche modo un evento volontario — una tesi esposta da Reinhart e Rogoff nel loro libro (capitolo 4). Persino i governi non sovrani (per come li abbiamo definiti) in qualche senso scelgono quando fare *default*. Per esempio, il governo americano nel 1933 scelse il giorno nel quale avrebbe fatto *default* sui suoi impegni a consegnare oro, ma avrebbe potuto fare *default* prima oppure più tardi. Alla fine avrebbe potuto essere costretto a fare *default* col tempo — ma in realtà lo fece molto prima che si fosse raggiunto quel punto. Ecco quello che avviene solitamente: il Paese sta dissipando le riserve in valuta estera (o di metallo) ad un ritmo rapido e fa fronte a tassi di interesse in crescita; a quel punto esso abbandona la convertibilità, sospende i pagamenti o impone un *haircut*,<sup>14</sup> in più poi spesso rinomina il debito in valuta domestica. Nella maggior parte dei casi, il governo avrebbe potuto posticipare il *default* e potrebbe persino essere in grado di scongiurare il *default* tramite misure di austerità draconiane che genererebbero *surplus* commerciali di sufficiente entità. Quindi possiamo certamente accogliere la tesi di Reinhart e Rogoff che i governi in qualche senso scelgono il *default* come il minore dei due mali. Tuttavia, nel caso di debito di un governo sovrano, il governo dispone sempre dei mezzi necessari per effettuare tutti i pagamenti quando essi scadono — senza dover pretendere più tasse dai cittadini e senza dover generare eccedenze commerciali. È anche possibile che un governo sovrano scelga di fare *default* sul suo debito — magari per scelta politica — ma questo non sembra essere un fenomeno empiricamente rilevante. Nel libro di Reinhart e Rogoff (110), che rivendica l'esposizione di 70 casi di *default* interno, non riusciamo a trovare un singolo caso di un Paese che

---

13 Le passività del governo sono le attività dei soggetti detentori, *ndt*.

14 Definito come la differenza fra il valore dei beni costituiti in garanzia e l'ammontare del credito accordato (in questo caso imposto) in un'operazione di credito garantita (fonte: <http://www.borsaitaliana.it/glossario>), *ndt*.

emette la propria valuta, ma non l'aggancia ad un'altra o ad un metallo, che abbia fatto *default* sul suo debito.

Un'altra questione riguardante il loro libro (2009a) ed il documento (2009b) è che essi mettono assieme debiti esterni privati e pubblici, seguendo la logica che "un debito è pur sempre un debito". Questo dimostra ulteriormente una comprensione incompleta della differenza che intercorre fra un'entità del settore privato ed il governo. Quando un ente privato s'indebita, le sue passività sono le attività di un altro ente privato. Compensando le due, non vi è alcuna creazione di beni finanziari al netto. Quando un governo sovrano emette debito, crea un *asset* per il settore privato senza un contro-bilanciamento di passività in esso. Il debito privato è *debito*, ma il debito pubblico è *ricchezza finanziaria* per il settore privato. Un incremento di debito privato dovrebbe destare timori, in quanto il settore privato non può incorrere persistentemente in disavanzi. Ma il governo, in quanto monopolista d'emissione della propria valuta, può sempre effettuare pagamenti sui suoi debiti accreditando depositi bancari — con i pagamenti sugli interessi che sono l'utile del settore non governativo, mentre il debito ne è un *asset*. Detto in un'altra maniera, lo Schema Ponzi si ha quando si è costretti a prendere in prestito per effettuare pagamenti futuri. Per un governo con una moneta sovrana, non vi è l'obbligo di prendere in prestito, quindi esso non si trova mai all'interno di una condizione Ponzi.

Reinhart e Rogoff (2009b) riportano che la crescita si deteriora significativamente a livelli di debito esterno di oltre il 60% e che la maggior parte dei *default* sul debito esterno nelle economie emergenti dagli anni '70 è avvenuta al 60% o a livelli inferiori di rapporto debito/PIL (che sono i parametri di Maastricht). Se ciò potrebbe costituire una scoperta sorprendente per loro, dovrebbe essere però chiaro come mai i Paesi siano meno resistenti al debito esterno, poiché esso è spesso denominato in valuta straniera. Di nuovo, dato che essi mettono assieme debiti pubblici e privati, è difficile individuare quanta parte di esso [del debito esterno, *ndt*] sia privato e quanta sia pubblico, ed inoltre quanta parte del debito pubblico sia sovrana (valuta domestica non convertibile) rispetto a quanta parte sia non sovrana (convertibile in valuta straniera).

Con una moneta sovrana, la necessità di pareggiare il bilancio in alcuni periodi di tempo individuati dai movimenti dei corpi celesti o durante il corso di un ciclo economico è soltanto un mito, una religione "vecchio stampo". Quando un Paese opera con un regime monetario *fiat*, i limiti al debito e ai *deficit*, e persino l'emissione di *bond* per finanziarli, sono solo misure autoimposte, ossia non vi sono vincoli finanziari inerenti un sistema *fiat*, vincoli finanziari che invece sussistono sotto un regime di *gold standard* o di tassi di cambio fissi. Tuttavia tale superstizione è vista come necessaria in quanto se ognuno si rendesse conto che in effetti il governo non è vincolato dalla necessità di pareggiare il bilancio, allora esso potrebbe spendere "senza controllo", assumendo una percentuale troppo ampia delle risorse nazionali. Paul Samuelson vide del merito in questa concezione:

"Credo che ci sia un elemento di verità nella superstizione che il bilancio dello Stato vada sempre pareggiato [se necessario, *ndt*]. Ma una volta che ci siamo sbarazzati di questa credenza, avremo eliminato la muraglia che ogni società erige contro la spesa fuori controllo. Deve esservi disciplina nell'allocazione delle risorse o si avranno inefficienza e caos fuori controllo. In fin dei conti è una credenza simile alla religione di una volta, la cui funzione era di spaventare la gente con

qualcosa che potrebbe essere considerato come dei miti, affinché si comportasse nel modo voluto dalle usanze accettate. Noi abbiamo eliminato la credenza nella connaturata necessità di pareggiare il bilancio, anche se non ogni anno, almeno ogni breve lasso di tempo. Se il Primo Ministro Gladstone tornasse in vita direbbe 'oh oh, ma cosa avete combinato' e James Buchanan discute in questi termini. Devo dire che riconosco del merito in questa concezione."

(Paul Samuelson in Blaug, 1995)

I governi sovrani non devono far fronte ad alcun vincolo finanziario e non possono esaurire la propria valuta dato che ne hanno il monopolio di emissione, come anche Reinhart e Rogoff sembrano comprendere (119, 180). Essi effettuano ogni pagamento in scadenza, inclusi i pagamenti degli interessi sul debito e i versamenti del capitale, accreditando depositi bancari, ciò significa che operativamente essi non sono vincolati su quanto possono spendere. Poiché l'emissione di *bond* è volontaria, un governo sovrano non deve nemmeno lasciare che siano i mercati a determinare i tassi d'interesse da pagare sui suoi stessi titoli. Paesi come la Grecia, che hanno rinunciato alla propria sovranità monetaria, devono far fronte a vincoli e sono costretti a prendere in prestito dai mercati di capitali, a tassi di mercato, per finanziare i loro disavanzi. Come dimostra il caso greco, questo arrangiamento monetario consente ai mercati e alle agenzie di rating (o ad altri Paesi, nel caso della Grecia) di imporre politiche interne ad un Paese politicamente sovrano. Nella ricerca di Reinhart e Rogoff (2009a e 2009b) vi sono solamente riferimenti fugaci alla valuta nella quale è denominato il debito, generando fra i lettori l'impressione che ciò non sia un importante fattore per la sostenibilità del debito — mentre in effetti è il fattore più importante. I governi non possono essere costretti al *default* sul debito sovrano. Nel loro libro, essi documentano che durante i *default* i governi tendono a convertire le passività denominate in valuta estera in passività denominate in valuta domestica. Questo è accaduto tanto in Argentina quanto in Messico. Allora se la valuta nella quale è denominato il debito non è importante, come mai intanto i Paesi fanno ciò? È vero, si tratta di un *default*, il quale però riporta il debito in una valuta che il governo può creare tramite "colpi di tastiera" — accreditando depositi bancari. Menzionano anche che "le soglie" del debito esterno "sono più elevate per le economie avanzate che emettono la maggior parte del debito esterno nella propria valuta" (2009b). Da essi non è fornita alcuna spiegazione, ma ora dovrebbe essere chiaro che le nazioni sovrane le quali emettono la propria valuta fluttuante e non convertibile non possono essere costrette al *default* sul loro debito in quella valuta. Per concludere questo argomento, sottolineiamo che un debito pubblico denominato in valuta estera può generare seri problemi per il governo. Quando un governo prende in prestito in valuta estera, persino bassi livelli d'indebitamento possono essere insostenibili, visto che il governo non è in grado di emettere tale valuta straniera per adempiere alle sue obbligazioni pecuniarie. Lo stesso vale per il settore privato. Quando le famiglie o le imprese assumono debiti denominati in valuta estera, si genera una situazione delicata e l'esaurimento delle risorse di divisa estera causerà diffusamente *default* sui debiti, eventualmente portando ad una crisi finanziaria. Per questo motivo, i governi non dovrebbero mai emettere strumenti di debito denominati in valuta straniera; membri dei mercati privati che siano prudenti forse non dovrebbero farlo, comunque, ma qualora lo facessero il loro governo dovrebbe rifiutarsi di assumere il debito in valuta estera. Se un governo emette debito nella propria valuta, non importa chi lo detenga — stranieri o propri cittadini. Può

sempre effettuare pagamenti sul proprio debito, proprio come effettua ogni altro tipo di pagamenti, accreditando depositi bancari, tecnicamente, emettendo nuova moneta. Tuttavia se il governo assume debito privato in valuta estera, esso improvvisamente espone sé stesso al rischio d'insolvenza.

E sull'inflazione? Reinhart e Rogoff (come molti economisti) temono che se il governo, in quanto monopolista d'emissione della valuta, spende semplicemente emettendo più moneta, ciò si risolverà in inflazione fuori controllo (180). Sì, la troppa spesa del governo può essere inflazionistica. Su questo non si discute. Questa è la tesi esposta da Samuelson nella citazione di cui sopra. Una volta che un'economia raggiunge la piena occupazione, ogni spesa ulteriore (da parte del governo, di famiglie, imprese o stranieri) genererà inflazione (a meno che la spesa non governativa venga in qualche modo ridotta). Le inefficienze, poi, possono generare inflazione addirittura prima della piena occupazione. Tuttavia quando un'economia funziona bene sotto massima capacità, minori tasse o più spesa pubblica (con appropriati controlli sui prezzi pagati dal governo) non saranno inflazionistiche. Qui invece trattiamo questioni di solvibilità, *default*, e "sostenibilità". La tesi che stiamo cercando di esporre è semplicemente una: un governo sovrano non può essere costretto al *default* sul debito denominato nella propria valuta. Troppa spesa causa inflazione, è vero, ma tagliare le tasse o spendere accreditando depositi bancari quando vi è un eccesso di capacità nell'economia non genererà inflazione da eccesso di domanda, e non condurrà il governo a fare *default* sui suoi impegni. Benché alcuni facciano appello all'inflazione come *default* (e Reinhart e Rogoff fanno proprio questo nel loro libro), noi crediamo che non ve ne sia completamente motivo nel caso di una valuta sovrana. Il governo non promette di convertire la propria moneta in un paniere di beni, quindi un innalzamento dei prezzi di quel paniere eventuale non è giuridicamente *default*. Nel caso del *gold standard* (che noi abbiamo definito come sistema valutario non sovrano), un deprezzamento della valuta è tecnicamente un *default* — i detentori della valuta del governo non possono scambiarla per la quantità di oro precedentemente concordata. Tuttavia il governo USA non fa più alcun tipo di promessa in tal senso, né promette di convertire la propria valuta in un paniere di beni stabilito. Ovviamente, se l'inflazione fosse un *default*, allora tutti i governi sarebbero costantemente in *default*, dato che vi è inflazione in pressoché tutti i Paesi, quasi tutti gli anni, dai tempi della Seconda Guerra Mondiale. Non la troviamo una definizione conveniente.

## CONCLUSIONI

Oggi la disoccupazione si avvicina al 10% e la più vasta misura del lavoro sottoutilizzato è all'incirca il 17%, ciononostante il dibattito pubblico si concentra su come ridurre il *deficit* di bilancio piuttosto che sulle misure per ridurre la disoccupazione. Gli economisti *mainstream* — in molti casi, gli stessi che hanno contribuito a generare questa crisi — sono ancora là fuori a dare consigli su come ridurre "l'enorme" deficit e il debito. La maggioranza degli economisti che parla di deficit e debito ha poca comprensione del moderno sistema monetario, nel quale gli Stati Uniti operano da quattro decenni. Basta dare un'occhiata alla *Lettera ad uno studente delle medie* del Direttore del CBO [*Congressional Budget Office*, ndt] per accorgersi che persino il più rispettato ufficio apartitico, quando tratta le questioni del debito e del deficit, confonde fra cause e conseguenze dei deficit di bilancio sovrani. La maggior parte degli "esperti" confonde la solvibilità con alcuni parametri di "sostenibilità" sulla base di alquanto arbitrari rapporti debito/PIL e deficit/PIL. Questi indici potrebbero essere applicati sotto un regime di tassi di cambio fissi o sotto un regime di *gold standard*, ma non assumono alcuna rilevanza per un Paese con una propria valuta non convertibile. Quando si parla di debito e di *deficit* non vi sono numeri magici o indici che siano rilevanti per tutti i Paesi, di tutte le epoche. Non vi sono soglie che, una volta oltrepassate, saranno insostenibili o condurranno ad una crescita più bassa. Il saldo di bilancio nelle nazioni più avanzate è fortemente endogeno ed è semplicemente l'altra faccia della medaglia del saldo del settore non governativo. Il disavanzo pubblico è l'esito della propensione del settore privato ad accumulare risparmi netti e a ricorrere alle importazioni nette. Spesso le interpretazioni della teoria monetaria moderna (Wray 1998) credono che essa sostenga che non ci siano limiti reali alla capacità di spesa del governo o che il governo debba accumulare deficit. Ovviamente c'è un limite alla capacità di spesa del governo e certamente esso non dovrebbe spendere una cifra infinita. Tuttavia, un governo sovrano non è vincolato finanziariamente, e ciò significa che non può mai affrontare problemi di solvibilità. In ogni caso, esso è certamente vincolato in termini reali, ovvero un altro tipo di problema di sostenibilità: quanta parte delle risorse nazionali deve essere allocata dal governo? Dato il livello di risorse che il settore non governativo vuole utilizzare, quanto ampio deve essere il disavanzo governativo per allocare il resto delle stesse?

Più di cinquant'anni fa, Abba Lerner fornì la risposta a questo problema. Se vi sono disoccupati involontari (aggiungeremmo anche sottoccupati) significa che il deficit è troppo basso. Il governo dovrebbe tagliare le tasse o incrementare la spesa pubblica. Si può certamente discutere su quale sia la soluzione migliore, ma ciò va oltre lo scopo di questo saggio. Quando il deficit è troppo alto? Quando è al di sopra del 3, del 7, del 10%? Di nuovo, non ci sono numeri magici e chiunque tiri fuori un numero universale semplicemente travisa il sistema monetario moderno e la macroeconomia. In opposizione alla magia, Lerner propose la "finanza funzionale" — il concetto secondo cui il risultato di bilancio del governo federale non è conseguenza di esso stesso ma, piuttosto, ciò che conta sono gli effetti economici della spesa pubblica e della tassazione. Quando la spesa totale nell'economia, inclusa la spesa pubblica, va oltre la capacità produttiva dell'economia di produrre quando essa è impiegata alla massima portata, il governo dovrebbe ridurre la spesa o incrementare le tasse. Un eventuale esito negativo nel fare ciò condurrà all'inflazione. Quindi è l'inflazione il vero limite per la spesa del governo, non una insufficienza dei finanziamenti. Il debito pubblico non è altro che il risultato dei disavanzi governativi, e ciò vale allo stesso modo per il debito privato.



## RIFERIMENTI

Blaug, M. 1995. The movie "John Maynard Keynes: Life/Ideas/Legacy."

Hilsenrath, J. 2010. "Q&A: Carmen Reinhart on Greece, U.S. Debt and Other 'Scary Scenarios.'" *The Wall Street Journal*, February 5.

Kelton, S., and L.R. Wray. 2009. "Can Euroland Survive?" Public Policy Brief No. 106. Annandale-on-Hudson, NY Levy Economics Institute.

Koo, R. 2010. "Why inflation might not be around the corner for U.S. and Europe." Nomura Securities Co Ltd, Tokyo, Economic Research—Flash Report, April 27  
[www.nomura.com/research](http://www.nomura.com/research)

Minsky, H.P. 2008. *Stabilizing an Unstable Economy*, first edition. New York: McGraw-Hill.

Reinhart, C., and K. Rogoff. 2009a. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Reinhart, C., and K. Rogoff. 2009b. "Growth in a Time of Debt." paper prepared for *American Economic Review Papers and Proceedings*, December 31 (draft).

Wray, L.R. 2009. "The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach." *Cambridge Journal of Economics* 33: 807-828.

Wray, L.R. 1998. *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.