

# Debito e inflazione: due falsi problemi

96

2021

94

Aspenia

*La pandemia sembra avere dato il colpo di grazia alle teorie che vedevano nel debito pubblico il nemico della crescita. Esistono però, e vanno respinte, le pressioni dei paesi “frugali” e di una parte della Germania per un prossimo ripristino dell’ortodossia sui conti pubblici. Debito e inflazione sono per l’Europa di oggi falsi problemi: la vera sfida è una crescita che includa le ampie risorse umane oggi inutilizzate o sottoutilizzate.*

Il decennio scorso si è aperto con un best-seller di Kenneth Rogoff e Carmen Reinhart – *This Time is Different*, uscito nel 2009 – che, ripercorrendo otto secoli di storia, dimostrava che l’indebitamento (pubblico o privato, domestico o estero) provoca invariabilmente, oltre una certa soglia, instabilità e minore crescita economica. Il nuovo decennio si apre con un successo editoriale ancora maggiore (*The Deficit Myth* di Stephanie Kelton, del 2019), che smonta le tradizionali argomentazioni contro il debito pubblico, a partire da quella che sostiene che lo Stato abbia gli stessi vincoli di una famiglia

o di un’impresa per arrivare a quella per cui il debito che

**Alessandro Fugnoli, economista di Kairos, è autore della newsletter di strategia “Il Rosso e il Nero”.**

contraiamo noi oggi ricadrà domani sui nostri figli e nipoti. Uno Stato, dice la Kelton sulla base della Modern Monetary Theory (MMT), può stimolare la crescita emettendo tutto il debito che vuole e il suo unico vincolo è l'inflazione. Senza le arditezze della MMT e restando nel *mainstream*, Barry Eichengreen (*In Defense of Public Debt*, settembre 2021) rivisita 2000 anni di storia per enfatizzare gli aspetti positivi del debito.

IL DEBITO PUBBLICO NEGLI STATI UNITI E IN EUROPA. Anche il dibattito politico, in America, ha percorso un lungo tragitto. In campo repubblicano si è passati dalla campagna contro il debito del Tea Party del 2009-2012 alla piena accettazione della politica fiscale espansiva di Trump. In campo democratico, dalla prudente risposta fiscale di Obama alla Grande Recessione del 2008 siamo passati alla risposta di Biden alla pandemia, senza precedenti per aggressività in tempo di pace. La Fed, dal canto suo, è passata dall'idea che bisogna accettare una crescita bassa per evitare tensioni sui tassi in un contesto di alto indebitamento, all'idea che con la repressione finanziaria (il mantenimento dei tassi a zero con il controllo di curva) e la monetizzazione del disavanzo si può avere più crescita senza creare problemi ai debitori.

L'Europa a guida tedesca ha assistito a questa svolta – che segna la crisi del paradigma “offertista” apertosi nei primi anni Ottanta e il ritorno al paradigma della domanda che aveva contrassegnato il quasi mezzo secolo aperto dal New Deal – prima con un rifiuto convinto, poi con un'accezione limitata ad alcuni aspetti della politica monetaria e infine, con la pandemia, estendendo l'abbattimento dei tabù alla sfera fiscale, ma con la riserva mentale di un ripristino dell'ortodossia a pandemia terminata, possibilmente già nel 2023.

Quella della prima parte del decennio scorso non è stata la prima marcata

divergenza tra le politiche economiche americana ed europea. Negli anni Settanta e Ottanta una Germania con il marco forte, la Bundesbank al massimo del suo prestigio e una buona capacità di sorvegliare inflazione e conti pubblici aveva rimproverato all'America i suoi eccessi fiscali. Negli anni Novanta, con le spese per la riunificazione tedesca da una parte e il rigore fiscale clintoniano dall'altra, la situazione si era riequilibrata.

La divergenza si manifestò di nuovo dopo la Grande Recessione. Sul piano monetario l'Europa rifiutò fino al 2015 il *quantitative easing* che gli Stati Uniti avevano lanciato già dal 2009. Sul piano fiscale la dissonanza fu ancora più evidente, con l'amministrazione Obama impegnata fin da subito in una (sia pur prudente) espansione fiscale mentre l'Europa, passata l'emergenza, imboccava la strada dell'austerità a tappe forzate, adottandola non solo nell'area mediterranea ma anche in Germania, al centro del sistema.

In quegli anni la Germania cercò di dare dignità intellettuale a questo modello, che fu definito di austerità espansiva e conquistò nel continente un certo seguito nell'opinione pubblica e nei governi. Questa capacità di egemonia venne però gradualmente meno quando si vide che i tagli di spesa pubblica, in paesi come l'Italia, riducevano il PIL più velocemente di quanto non riducessero il debito. Quanto alla Germania, l'orgoglio per l'azzerramento del disavanzo cominciava a scontrarsi, già prima della pandemia, con la constatazione che la riduzione degli investimenti pubblici stava aggravando il ritardo tedesco nei settori emergenti dell'industria globale.

IL RIPENSAMENTO DI BERLINO. Maturava nel frattempo un altro fattore decisivo per il ripensamento strategico tedesco. Già nel 2018 cominciava a essere evidente la crisi della punta di diamante delle esportazioni tedesche, l'auto. Il settore, che puntava i piedi contro l'elettrificazione, rischiava al tempo stesso di trovare chiuse le porte in America, dove Trump accarezzava l'idea

di dazi punitivi, e in Cina, dove l'auto andava verso un'elettrificazione veloce e dove comunque gli spazi di manovra si sarebbero ridotti in caso di allontanamento strategico, già allora visibile, tra Occidente e Cina.

Per un'economia esportatrice c'era una sola via per compensare le tensioni con l'America e i rischi della Cina: il rilancio in grande stile del mercato interno europeo. Ecco allora che due emergenze, la pandemia e i cambiamenti climatici, offrono la motivazione e la giustificazione per un significativo aggiustamento di rotta anche sul piano fiscale.



Per rilanciare il mercato interno va aiutata l'Italia. Già nel 2018, pur in presenza di tensioni tra Roma e la Commissione Europea, la pressione sull'Italia era stata mantenuta a livelli tali da non metterla troppo in difficoltà. Con la pandemia la pressione controllata diventa sostegno, con l'accettazione di altissimi livelli di disavanzo e con un Recovery Fund disegnato soprattutto per Italia e Spagna e finanziato con debito europeo garantito in ultima istanza da Berlino.

Per rilanciare il mercato interno la Germania decide poi finalmente di aiutare anche se stessa. Con una velocità che ha colpito tutti gli osservatori, la pandemia viene affrontata con misure fiscali imponenti e solo di poco infe-

riori rispetto a quanto nel frattempo fa l'America. Queste misure vengono presto imitate da Francia e Spagna e poi anche dall'Italia.

E con la pandemia ancora in corso si fa partire la transizione energetica, un programma di spesa per il prossimo decennio che la Commissione europea paragona per impegno al Programma Apollo e che finirà col comportare investimenti sicuramente maggiori.

Pur con queste correzioni di rotta il debito pubblico dell'eurozona sarà alla fine di quest'anno il 98% del PIL e scenderà al 92 nel 2026, secondo l'IMF Fiscal Monitor dell'aprile 2021. Non solo l'eurozona rimane quindi ampiamente al di sotto del debito americano comunque calcolato, ma ne divergerà ulteriormente nei prossimi cinque anni, scendendo laddove in America continuerà a crescere.

Si consideri poi che più di un terzo del debito pubblico dell'eurozona è ormai posseduto dalla BCE. Questo debito, verosimilmente, non verrà mai rimesso in circolazione e si può ben dire che, agli effetti pratici, è come annullato. In ogni caso il costo del servizio del debito pubblico in rapporto alle entrate fiscali – il vero parametro da utilizzare per stabilire la sostenibilità di un dato livello di debito – non è mai stato così basso negli ultimi decenni. Con i tassi nominali negativi fino a cinque anni e i tassi reali ampiamente negativi lungo tutta la curva dei rendimenti, i governi europei non hanno da preoccuparsi per il pagamento degli interessi, perchè con i tassi negativi gli interessi li incassano loro.

Con i tassi di *policy* europei destinati a rimanere vicini a zero per tutto il prossimo decennio, qualsiasi investimento pubblico che abbia un ritorno superiore a zero abbassa il rapporto fra debito e PIL. È una situazione simmetrica a quella dei primi anni del decennio scorso. Se allora l'austerità finiva con l'innalzare il rapporto debito/PIL, oggi la spesa aggiuntiva per investimenti finisce con l'abbassarlo.

L'IMMOTIVATO INCUBO DELL'INFLAZIONE. Perché questo circolo virtuoso non sia interrotto bisogna però che le pressioni dei paesi frugali e di una parte dell'establishment tedesco per una normalizzazione monetaria già l'anno prossimo e per un ritorno all'ortodossia fiscale dal 2023 siano contenute, così come è stato negli ultimi tre anni. Le ricette frugali, negli ultimi vent'anni, hanno portato a una crescita europea del 20% contro il 40% americano, senza che ne sia venuto in cambio nessun particolare vantaggio in termini di stabilità generale, di solidità del sistema bancario o di produttività della spesa pubblica. L'unico dato che può rivendicare l'Europa nel confronto con l'America è il miglioramento ulteriore della sua posizione verso l'estero, ottenuto peraltro con una svalutazione dell'euro e con la compressione dei consumi interni, due condizioni che saranno molto difficili da replicare in futuro.

L'attenzione europea al controllo dei conti pubblici (insieme al tentativo di evitare qualsiasi forma di monetizzazione dei disavanzi) ha tradizionalmente avuto come giustificazione la necessità di evitare ricadute negative sull'inflazione. Nel modello mercantilista, l'inflazione mina alla base la competitività dell'industria esportatrice e va quindi contenuta il più possibile se si vuole evitare la strada della svalutazione.

Per tutto il decennio scorso l'eurozona ha mancato il suo obiettivo ufficiale di inflazione al 2% e si è stabilmente assestata vicino all'1%. Solo quest'anno, in presenza di un'onda anomala esogena (l'aumento di prezzo delle materie prime e di alcuni componenti industriali come i semiconduttori, dovuto più a strozzature nell'offerta che a esuberanza della domanda) si supererà di poco il 2%, ma si tornerà sotto, nelle previsioni della Banca centrale europea, nei prossimi due anni.

Se in America le tensioni sui prezzi sono riscontrabili anche nelle case e negli affitti, mentre si vede vivacità anche nel costo del lavoro (compensata

peraltro da un forte aumento della produttività), in Europa è molto difficile pensare che petrolio, rame e semiconduttori possano creare effetti secondari duraturi di qualche rilievo. Una parte degli aumenti verrà assorbita dalle imprese (che in questa fase traggono beneficio dalla forte ripresa della domanda globale), una parte verrà scaricata una tantum sui prodotti finiti, ma l'ondata si fermerà qui. Solo in Germania ci potrà essere qualche moderata pressione al rialzo sulle retribuzioni; pressione che le imprese potranno accogliere, visto il recupero di slancio dell'industria tedesca dopo la crisi dell'ultima parte del decennio scorso.

La debolezza strutturale dell'inflazione europea ha varie ragioni, ma una su tutte va sottolineata. L'Europa – in particolare dopo la Grande Recessione del 2008 – non ha mai voluto testare le sue vere potenzialità produttive, che a occhio nudo appaiono maggiori di quelle calcolate con la metodologia in vigore per la determinazione dell'*output gap*. Il prodotto potenziale non inflazionistico – che viene calcolato partendo dai fattori produttivi inutilizzati (in particolare i disoccupati) – è stato e continua a essere sottostimato. Se non lo fosse, l'inflazione sarebbe stabilmente al 2%, come da obiettivo dichiarato. Se l'inflazione si ferma all'uno è perché il rischio d'inflazione viene sistematicamente sovrastimato con l'effetto di sopprimere una quota di crescita possibile. Questa soppressione prende la forma di vincoli ai bilanci pubblici. Se i governi spendessero di più, dice il modello, le risorse disponibili (i disoccupati) non basterebbero a soddisfare la domanda aggiuntiva e bisognerebbe alzare le retribuzioni per andare a snidare gli inoccupati e indurli a entrare nel mercato del lavoro.

**GLI ERRORI DI CALCOLO.** Il modello europeo di calcolo del PIL potenziale, con le sue 40 pagine di equazioni, è molto sofisticato. Include tutti i fattori produttivi, ma condivide anche i limiti di tutti i modelli analoghi di

misurazione dell'*output gap*. Il primo è che resta ispirato dalla curva di Phillips, la relazione tra disoccupati e salari, che ha smesso di funzionare da due decenni. Il secondo è che ha un approccio statico, considera cioè data la struttura del mercato del lavoro e non ne anticipa i possibili mutamenti strutturali (come ad esempio l'ingresso di molte donne nella forza lavoro registrato in Giappone e in Spagna in questi anni).

Sulla base di queste considerazioni il Fondo monetario ha fortemente ridimensionato l'uso del suo modello e la Fed lo ha ufficialmente abbandonato già nel 2018. Smettiamo di guardare al numero dei disoccupati che cercano ufficialmente un lavoro – ha detto Powell appena insediato alla guida della Fed – e guardiamo a quanta parte della popolazione non sta lavorando. Questa parte è così ampia che premeremo sull'acceleratore finché non guarderemo davvero negli occhi l'inflazione salariale.

Considerando che negli Stati Uniti lavorano già oggi 4 persone su 100 in più che nell'eurozona (56 contro 52 sul totale della popolazione dai 15 anni in su<sup>1</sup>) si vede come l'Europa abbia spazi strutturali di crescita non inflazionistica ancora molto ampi. Non sfruttarli appieno significa rischiare di produrre anche dopo la crisi pandemica quei pericolosi effetti di isteresi (ovvero di riduzione di lunga durata delle potenzialità di crescita) che si sono visti in molti paesi europei dopo il 2008.

In conclusione, debito e inflazione sono per l'Europa falsi problemi. La vera sfida è una crescita che includa le ampie risorse umane che sono oggi inutilizzate o sottoutilizzate. Per ora l'Europa si sta muovendo bene, ma sarebbe davvero un peccato imperdonabile fermarsi o tornare indietro.

<sup>1</sup> Dati di FRED, o Federal Reserve Economic Data.