

CRISI DELLA REGOLAZIONE NEO-LIBERISTA ED ESPLOSIONE DEI DEBITI SOVRANI: IL CASO DELL'UNIONE EUROPEA*.

di Salvatore D'Acunto** e Domenico Suppa***

Sommario. 1. Introduzione. 2. Controllo del conflitto di classe e regolazione macroeconomica: la svolta neo-liberista. 3. Bolle, crisi bancarie e *bail-out*: la sottile frontiera tra debito privato e debito pubblico. 4. La peculiarità della vicenda europea. 5. Gli effetti dell'*austerity* sulla dinamica del debito pubblico. 6. Conclusioni.

42

1. Introduzione.

L'aggravarsi dell'esposizione finanziaria degli stati membri dell'Unione Europea (d'ora in avanti UE) è stato il tema al centro delle attenzioni del dibattito tecnico-politico in Europa nell'ultimo decennio. Come è noto, infatti, l'*establishment* politico ed economico europeo ha individuato nella dimensione del debito pubblico dei Paesi membri il principale responsabile della recessione che ha colpito il vecchio continente a partire dal 2008. Le parole del ministro delle finanze tedesco Wolfgang Schauble rappresentano il più esemplare "manifesto" di questa interpretazione della crisi:

«The truth is that a number of European and G20 countries have over the past decades lived well beyond their means. (...). Even in good times, governments have for too long been spending more than they earned. Perhaps worse, some also spent more than they could easily repay, given their economies' declining long-term growth potential because of the ageing of their populations. The profligacy of governments has led to levels of debt that will become unsustainable if we do not at once begin to reduce them. Not to do so risks seriously compromising our ability to shape our future, and will also prevent our children and grandchildren from shaping theirs».⁵⁵

Nella retorica dell'*establishment*, questa interpretazione della recessione europea si è andata ad incastrare dentro l'ormai consolidata vulgata della *mainstream economics* che

*Sottoposto a referaggio.

** Professore Associato in Economia politica, Università della Campania "L. Vanvitelli".

*** Professore a contratto in Economia politica, Università telematica "G. Fortunato".

⁵⁵ W. Schauble, *A Plan to Tackle Europe's Debt Mountain*, in *Europe's World*, Autumn 2010.

spiega la dinamica del debito pubblico come esito naturale della dialettica tra gruppi sociali e autorità di governo che caratterizzerebbe le democrazie rappresentative. Nell'ambito di questo filone di analisi, infatti, le finanze statali vengono interpretate come una sorta di *common pool* che i governi sfrutterebbero per soddisfare le richieste degli elettori al fine di massimizzare la probabilità di rielezione. Pertanto, le risorse statali sarebbero sottoposte ad un regolare sovra-sfruttamento, il cui esito sarebbe l'accumulazione di debiti di ammontare progressivamente crescente⁵⁶.

L'ovvia implicazione dell'interazione tra queste due relazioni causali (la crisi economica dipende dal debito + il debito è l'esito della democrazia) è l'idea, sempre più *popolare* nelle agenzie di *governance* macroeconomica e nei circuiti mediatici, che esista un significativo *trade-off* tra performance macroeconomica e democrazia, e che un efficace contrasto al rallentamento della crescita in Europa non possa prescindere da una riscrittura del patto costituzionale tra governanti e governati che recida il nesso di responsabilità politica dei primi nei confronti dei secondi. Non è quindi un caso che lo sforzo più significativo prodotto dall'UE per fronteggiare la recessione sia stata una progressiva sottrazione di prerogative ai parlamenti e ai governi nazionali attraverso l'infittirsi di vincoli alla dimensione e alla destinazione della spesa pubblica e la progettazione di meccanismi di surroga nei confronti dei parlamenti eventualmente inottemperanti⁵⁷.

Tuttavia, questi due *pilastri* teorici, su cui si fonda tutta l'impostazione di *policy* dell'UE, non sembrano reggere ad una analisi della dinamica delle principali macrovariabili implicate. In primo luogo, infatti, l'esplosione del debito sovrano in alcuni Paesi membri sembra più l'esito di uno *shock* improvviso che l'effetto cumulato di una lenta dinamica incrementale attribuibile al lungo protrarsi dell'abitudine di "...vivere al di sopra dei propri

⁵⁶ Questo approccio all'analisi della dinamica del debito pubblico risale a J.M. Buchanan, *Public Principles of the Public Debt*, Homewood, Illinois, 1958. Più recentemente, su un'analoga linea interpretativa, A. Alesina, G. Tabellini, *A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt in a Democracy*, in *Review of Economic Studies*, 57, 3, July 1990; A. VELASCO, *Debts and Deficits with Fragmented Fiscal Policymaking*, in *Journal of Public Economics*, 76, 1, April 2000; J. Von Hagen, I.J. Harden, *Budget Processes and Commitment to Fiscal Discipline*, in *European Economic Review*, 39, 1995.

⁵⁷ Ci si riferisce in particolare al sistema di vincoli alle politiche fiscali risultante dal Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'unione economica e monetaria, meglio noto come *Fiscal Compact*, e dai regolamenti contenuti nei cosiddetti *Two Pack* e *Six Pack*. Sul tema ci si soffermerà ampiamente nei paragrafi successivi. Per informazioni di maggiore dettaglio, si veda EUROPEAN COMMISSION, *Six-Pack? Two-Pack? Fiscal Compact? A Short Guide to the New EU Fiscal Governance*, http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm.

mezzi”, per usare le parole di Schauble. In secondo luogo, la sottrazione delle decisioni fiscali agli organi espressione della sovranità popolare realizzata dall’UE negli anni della crisi non sembra aver posto un argine alla crescita del debito.

In questo contributo si intende proporre una chiave interpretativa alternativa della dinamica del debito pubblico in Europa alla luce di alcune evidenze empiriche relative all’ultimo ventennio. Si intende cioè sostenere che la abnorme lievitazione dell’esposizione finanziaria di alcuni stati membri dell’UE nel periodo oggetto di analisi sia il risultato dell’operare congiunto di tre fenomeni diversi: (a) la fisiologica propensione alla fragilità delle istituzioni finanziarie che caratterizza strutturalmente il modello neoliberista di regolazione del capitalismo, e che obbliga il settore pubblico a operazioni di salvataggio frequenti e di dimensione massiccia; (b) la peculiarità del modello di regolazione macroeconomica adottato dall’Eurozona, che tende ad innescare dinamiche di crescita trainate da bolle speculative nei Paesi a debole performance commerciale; (c) la strategia di contrasto alla crisi scelta dall’UE, caratterizzata dall’inasprimento della già rigida disciplina fiscale prevista dal Trattato istitutivo per effetto dell’entrata in vigore del *Fiscal Compact* e dei cosiddetti *Two Pack* e *Six Pack*.

Il saggio è articolato nel modo seguente. Nel § 2 si contestualizza la vicenda del debito pubblico in Europa all’interno della fase attuale dello sviluppo capitalistico, focalizzando l’attenzione sulle conseguenze della transizione, avvenuta tra la fine degli anni ’70 e l’inizio degli anni ’80, da un modello di regolazione macroeconomica basato sul compromesso tra capitale e lavoro e sul ruolo chiave del settore pubblico come mediatore del conflitto di classe (*fordismo-keynesismo*), ad un modello di regolazione a basso grado di intermediazione istituzionale e che fa invece affidamento sul ruolo dei mercati sia per governare il conflitto di classe, sia per realizzare gli aggiustamenti macroeconomici necessari al processo di riproduzione capitalistica (*neoliberismo*).

Una ricca letteratura ha sostenuto che la transizione al regime di regolazione neoliberista abbia alterato in maniera significativa le modalità di funzionamento delle economie ad industrializzazione avanzata, determinando una sistematica ipertrofia del settore finanziario, una quasi naturale inclinazione dei sistemi economici a crescere attraverso la produzione di bolle speculative e, conseguentemente, accentuando la vulnerabilità delle

istituzioni finanziarie agli shock esogeni⁵⁸. Come si argomenterà nel § 3, questo mutamento ha reso necessaria una sostanziale modificazione del ruolo del settore pubblico, esautorato dalle funzioni di regolatore del conflitto sociale e di garante dell'equilibrio macroeconomico, ma costretto invece sempre più frequentemente ad intervenire in soccorso di un sistema finanziario sull'orlo del collasso. L'esplosione dei debiti sovrani nelle economie ad industrializzazione avanzata nell'ultimo decennio appare infatti, alla luce dell'evidenza empirica proposta in questo lavoro, in gran parte il risultato di questo sforzo del settore pubblico di ricucire gli squarci aperti negli equilibri macroeconomici dall'effervescenza di un settore finanziario che si muove senza più alcun ancoraggio ai fondamentali economici sottostanti.

Sebbene la lievitazione dei debiti sovrani sia l'esito di fenomeni che vanno ben al di là della dimensione continentale, la vicenda europea presenta tuttavia peculiarità meritevoli di approfondimento. Nel § 4 l'attenzione viene pertanto spostata su alcune caratteristiche del modello di regolazione macroeconomica dell'Eurozona che hanno ulteriormente accentuato la lievitazione dei *leverage ratios* delle banche europee, aggravandone la vulnerabilità agli *shock*. Grande rilevanza viene attribuita, in particolare, alla scelta di lasciare ai mercati deregolamentati il compito di correggere gli squilibri commerciali tra i Paesi membri dell'Eurozona e le conseguenti distorsioni dei flussi finanziari. Come si vedrà, i mercati sono infatti apparsi incapaci di allocare il risparmio generato dai Paesi del *core* verso l'irrobustimento della struttura produttiva dei Paesi periferici, determinando una sistematica accentuazione degli squilibri, piuttosto che il loro superamento.

Il § 5 è invece dedicato ad una valutazione degli effetti sulla dinamica del debito pubblico della strategia dell'*austerity* scelta dall'Eurozona per fronteggiare la crisi. Come si vedrà, il dibattito sull'argomento fornisce molta evidenza empirica a sostegno dell'ipotesi che le politiche fiscali pro-cicliche siano assai inadatte a realizzare il consolidamento fiscale. Infine, nel § 6 si riassume la trama interpretativa che emerge dall'indagine.

⁵⁸ Cfr. ad esempio A. Glyn, *Capitalismo scatenato*, Brioschi, Milano, 2007; J. Grotty, *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the New Financial Architecture*, in *Cambridge Journal of Economics*, 2009, 33; D.M. Kotz, *The Financial and Economic Crisis of 2008: A Systemic Crisis of Neoliberal Capitalism*, in *Review of Radical Political Economy*, 2009, 41.

2. Controllo del conflitto di classe e regolazione macroeconomica: la svolta neo-liberista.

Una lunga tradizione di pensiero, di cui probabilmente Keynes, Kaldor e Kalecki sono gli interpreti più celebrati, ha chiarito che l'economia capitalistica è un congegno assai delicato, il cui armonico funzionamento è legato in maniera decisiva all'equilibrio nei rapporti di forza tra capitale e lavoro. Lavoratori dipendenti e capitalisti esibiscono infatti atteggiamenti profondamente differenziati rispetto alla spesa, e quindi contribuiscono in maniera assai diversa all'assorbimento della produzione: i primi spendono una quota molto elevata dei propri salari per soddisfare i bisogni legati alla sussistenza, mentre i consumi dei secondi assommano in genere ad una quota molto bassa dei loro profitti.⁵⁹ Il completo assorbimento della produzione necessita quindi che i capitalisti convertano la quota dei profitti risparmiata in nuovi beni capitali. Ma, evidentemente, questa opzione è condizionata dalle aspettative relative ai saggi di profitto futuri: in condizioni di incertezza circa la possibilità di valorizzazione del proprio capitale, un'alternativa plausibile è ovviamente detenere la ricchezza nella sua forma universale, il denaro, piuttosto che in forma di merci. Le oscillazioni degli acquisti di beni capitali sono quindi una caratteristica connaturata all'organizzazione capitalistica dell'economia, e l'equilibrio tra spesa e produzione aggregata, condizione di coerenza reciproca tra le decisioni delle diverse categorie di operatori che partecipano al processo produttivo, si presenta pertanto come assai problematica⁶⁰.

Questa problematicità si è evidenziata in maniera drammatica per la prima volta negli

⁵⁹ L'idea che i comportamenti degli individui rispetto al consumo siano profondamente differenziati a seconda della posizione da essi occupata nell'organizzazione produttiva risale agli studiosi *classici* (Ricardo, Malthus, Marx). I paladini di questa visione che hanno esercitato maggiore influenza nella teoria economica del novecento sono stati J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, MacMillan, London; M. Kalecky, *Teoria della dinamica economica*, Einaudi, Torino, 1957; e N. Kalador, *Alternative Theories of Distribution*, in *Review of Economic Studies*, 1955-56. Per una recente valutazione empirica di questa ipotesi comportamentale, cfr. E. Dynan, J. Skinner e S.P. Zeldes, *Do the Rich Save More?*, in *Journal of Political Economy*, 2004.

⁶⁰ L'idea che le crisi economiche traggano origine invariabilmente dalla diversione di una parte della ricchezza accumulata dalla classe proprietaria *nella detenzione di scorte liquide* è condivisa da studiosi per altri versi assai distanti come Marx e Keynes, e dai rispettivi epigoni. Il riferimento essenziale per la visione keynesiana è ovviamente J.M. Keynes, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino, 2001 [1936]. La teoria marxiana delle crisi è invece efficacemente sintetizzata in P.M. Sweezy, *La teoria dello sviluppo capitalistico*, Boringhieri, Torino, 1970, cap. VIII, e in A. Graziani, *Una lezione su Marx*, in A. Graziani, A. Cecchella, S. Sylos Labini e S. Lombardini (a cura di), *1883-1983: K. Marx – J.M. Keynes cent'anni dopo*, ETS, Pisa, 1984.

anni '30 del secolo scorso, con la cosiddetta *Grande Depressione*, quando le oscillazioni verso il basso degli investimenti determinarono una caduta violenta del livello di attività economica e di occupazione, e la caduta dei salari reali indotta dalla disoccupazione, privando di sbocchi le imprese produttrici di beni di consumo, finì per inasprire la recessione. Apparve quindi evidente che un'economia capitalistica può sopravvivere alle oscillazioni verso il basso degli investimenti solo se dispone di *dispositivi* in grado di controbilanciarne l'effetto negativo sulla spesa aggregata. Pertanto, all'indomani del secondo conflitto mondiale, nei Paesi ad industrializzazione avanzata si consolidò un approccio alla regolazione macroeconomica imperniato su un *mix* di modelli di relazioni industriali orientati alla protezione e all'irrobustimento della forza contrattuale delle organizzazioni dei lavoratori, di sistemi di assicurazione degli individui contro i rischi legati alla perdita del lavoro e di politiche fiscali anticicliche da parte dei governi (*fordismo-keynesismo*). L'idea di fondo era che alti salari, sussidi di disoccupazione e spesa pubblica avrebbero costituito un argine contro i circoli viziosi reddito-consumo che tipicamente si innescano durante una fase congiunturale negativa, impedendo alle oscillazioni cicliche degli investimenti di dar luogo a recessioni intense e prolungate.

Questo modello di regolazione dell'economia venne però abbandonato intorno alla fine degli anni '70 del secolo scorso, quando nelle economie occidentali si materializzò la ben nota profezia di Kalecki circa l'incompatibilità tra capitalismo e piena occupazione⁶¹. Con la sostanziale scomparsa del rischio della disoccupazione, infatti, la forza negoziale dei lavoratori nel conflitto distributivo si era significativamente accresciuta. Decisa a ricostituire i margini di profittabilità erosi dalle lotte sindacali dei decenni precedenti, la classe capitalistica mise in campo tutta la sua capacità di persuasione ideologica e di pressione politica per promuovere l'adozione di un nuovo modello di regolazione fondato sull'abbattimento delle barriere al movimento delle merci e dei capitali tra le nazioni, sul disimpegno dello stato dalle funzioni di coordinamento macroeconomico e di assicurazione

⁶¹ In un noto saggio del 1943, Kalecki rilevava che, in un'economia capitalistica, la piena occupazione è una situazione insostenibile nel lungo periodo, poiché riduce le remore dei lavoratori alla lotta sindacale e crea un contesto favorevole ad una redistribuzione progressiva del reddito, suscitando quindi l'ostilità dei capitalisti, l'astensione di questi dal reinvestimento dei profitti, e quindi una crisi economica (M. Kalecki, *Political Aspects of Full Employment*, in *Political Quarterly*, 14, 1943). In realtà si tratta dell'antica idea di Marx secondo cui il funzionamento del capitalismo non può prescindere dall'esistenza di un corposo "esercito industriale di riserva". Le oscillazioni verso il basso del tasso di accumulazione del capitale svolgerebbero, secondo questa interpretazione, la funzione di regolare il conflitto di classe, ricostituendo ciclicamente le riserve di forza lavoro erose dalla crescita economica.

contro l'incertezza, e sul ritorno ad un ruolo centrale dei mercati nell'allocazione delle risorse produttive e nella determinazione dei relativi prezzi (*neo-liberismo*)⁶².

L'esito di questa svolta è stato l'avvio di un intenso processo di redistribuzione regressiva in tutte le economie a industrializzazione avanzata. Sottoposti sistematicamente al ricatto delle delocalizzazioni produttive, privati delle certezze esistenziali fino a quel momento garantite dalle politiche economiche anticicliche e dal sistema di welfare, i lavoratori subiscono una significativa perdita di forza negoziale. Nei Paesi OCSE, a partire dalla fine degli anni '70, la conflittualità nelle relazioni industriali tende decisamente a scemare, fino a scomparire sostanzialmente all'inizio degli anni '90. I salari reali, che nel periodo 1960-1978 erano cresciuti a ritmi compresi tra il 3% e il 5% annuo, a partire dall'inizio degli anni '80 inaugurano un trend di sostanziale stagnazione⁶³. Di riflesso, la quota di reddito dei profitti lordi industriali, che negli anni '70 era scesa al di sotto del 30%, riprende a salire significativamente, e tutti gli indicatori di disuguaglianza fanno registrare un marcato aumento⁶⁴.

La fine dell'esperimento fordista-keynesiano, tuttavia, mentre ha ricostituito condizioni di profittabilità soddisfacenti per le imprese, dall'altro ha avuto l'inevitabile conseguenza di caricare sulle spalle del sistema finanziario un peso sempre più gravoso. Infatti, da un lato la concentrazione dei redditi nelle mani di un numero sempre più ristretto di super-ricchi produceva l'effetto di spingere tendenzialmente verso l'alto la propensione al risparmio della collettività, dall'altro il lucchetto imposto al borsellino della spesa dello stato rendeva il riciclo delle eccedenze di risparmio sempre più dipendente dalla capacità dei mercati finanziari di canalizzarle verso gli investimenti⁶⁵. La quadratura del cerchio fu trovata estendendo al settore finanziario il principio della competizione senza regole e

⁶² Per un'analisi della *svolta* neoliberalista, si rinvia alle ottime ricostruzioni di A. Glyn, *Capitalismo scatenato*, cit., e di D. Harvey, *Breve storia del neoliberalismo*, Il Saggiatore, Milano, 2007.

⁶³ Al riguardo, si rimanda alla documentazione statistica riportata in A. Glyn, *Capitalismo scatenato*, cit., pp. 30-31.

⁶⁴ Per accurate indagini sull'evoluzione della disuguaglianza nei Paesi industrializzati nell'ultimo quarantennio, si rinvia a T. Piketty, *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, Milano, 2014, e a A.B. Atkinson, *Disuguaglianza. Che cosa si può fare?*, Cortina, Milano, 2015.

⁶⁵ "Il corollario della crescita delle disuguaglianze dei redditi è una debolezza strutturale della domanda globale, perché coloro che spendono tutto o quasi tutto il loro reddito hanno meno da spendere e coloro che già stentano a spendere anche una frazione del loro reddito lo vedranno aumentare, e risparmieranno dunque di più", J.P. Fitoussi, *Il teorema del lampione*, Einaudi, Torino, 2013, p. 87-88. Sull'argomento, cfr. anche A. Barba, M. Pivetti, *Changes in Income Distribution, Financial Disorder and Crisis*, in E. Brancaccio, G. Fontana, (a cura di), *The Global Economic Crisis. New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*, Routledge, 2011, e J.E. Stiglitz, *Il prezzo della disuguaglianza*, Einaudi, Torino, 2013, p. 145.

lubrificandone il funzionamento con robuste immissioni di liquidità da parte della Fed e delle altre banche centrali dei Paesi industrializzati. Come si vedrà nella sezione successiva, si trattò di una soluzione di respiro assai corto. Le turbolenze finanziarie che hanno investito i sistemi economici occidentali nell'ultimo ventennio sembrano infatti suggerire che, a dispetto della fiducia in essi risposta dalla *mainstream economics* e dalle principali agenzie di *governance* macroeconomica *globale*, le spalle dei mercati finanziari deregolamentati non siano sufficientemente robuste da sostenere il peso degli aggiustamenti macroeconomici e garantire una crescita senza bruschi scossoni.

3. Bolle, crisi bancarie e *bail-out*: la sottile frontiera tra debito privato e debito pubblico.

Il copione che si mette in scena nelle economie industrializzate all'alba del nuovo millennio può essere quindi racchiuso in poche immagini ad effetto: da un lato, una gran massa di lavoratori pauperizzati che, a dispetto della precarietà della loro occupazione, della stagnazione dei salari reali e della sempre più limitata copertura assicurativa contro l'incertezza esistenziale, cercano tuttavia di mantenere stabili i propri livelli di consumo; dall'altro una sempre più ristretta classe di privilegiati alla ricerca di occasioni profittevoli di impiego del loro sempre più abbondante risparmio; nel mezzo, la sempre più variegata famiglia delle istituzioni creditizie (banche, fondi di investimento, fondi pensione, istituti di cartolarizzazione, ecc.) che cercano di far profitti inventando strumenti finanziari in grado di mettere d'accordo i desideri dei primi con quelli dei secondi.

Apparentemente una storia non nuova, che però si svolge all'interno di un assetto istituzionale che è profondamente mutato nel ventennio precedente. Prima degli anni '80, nella gran parte dei Paesi industrializzati vigevano vincoli molto rigidi ai tassi di interesse che le istituzioni creditizie potevano offrire e applicare alla clientela, alla tipologia di prestiti che potevano erogare, alle caratteristiche delle attività finanziarie che potevano acquistare. Chi voleva contrarre un mutuo per acquistare un immobile doveva versare un acconto di dimensioni sostanziose in rapporto all'importo del mutuo e poteva indebitarsi solo per un multiplo relativamente basso del proprio reddito⁶⁶. Ma le cose cominciano a

⁶⁶ Cfr. A. Glyn, *Capitalismo scatenato*, cit., p. 89.

cambiare all'inizio degli anni '80. Con il *Monetary Control Act* (1980) e il *Garn St. Germain Act* (1982), gli Stati Uniti si avviano decisamente sulla strada della deregolamentazione del settore creditizio. Le norme che vietavano alle banche di pagare interessi su varie tipologie di depositi vengono abrogate, spingendole così a competere aggressivamente sul mercato della raccolta. Di conseguenza, i tassi passivi lievitano, costringendo le banche ad investire in attività sempre più rischiose, in modo da guadagnare abbastanza da bilanciare i crescenti costi della raccolta. Questa tendenza viene a sua volta assecondata da una legislazione sempre più permissiva in tema di tipologia degli impieghi e relativi tassi. Il momento culminante di questo processo di liberalizzazione è l'abolizione del *Glass-Steagall Act* (1999), che aveva fino a quel momento separato in maniera rigida l'attività bancaria tradizionale dal cosiddetto *investment banking*, evento che apre la strada alla formazione di colossi finanziari in grado di esercitare contestualmente entrambe le tipologie di attività, e quindi di utilizzare i soldi dei depositanti per scommesse finanziarie assai rischiose.⁶⁷ L'esempio degli Stati Uniti fu presto seguito, con ritmi e modalità diverse, da tutti i Paesi industrializzati.

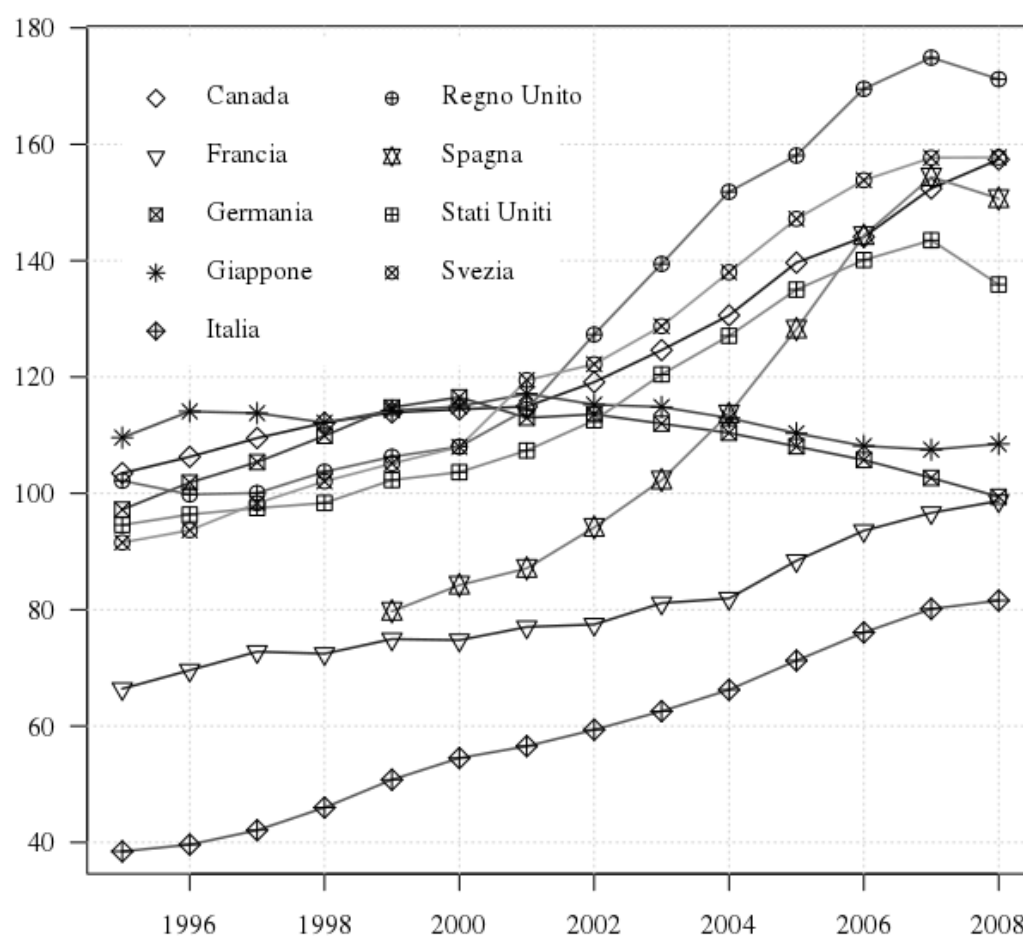
La deregolamentazione finanziaria facilitò enormemente l'accesso al credito da parte delle famiglie per finanziare i consumi o l'acquisto di immobili. La feroce competizione sul mercato degli impieghi spinse infatti gli intermediari, pur di procacciarsi nuova clientela, ad abbassare gli standard di solvibilità richiesti agli affidatari. Gli effetti di questo fenomeno sono sintetizzati nella Fig. 1, dove si descrive l'andamento dell'indebitamento delle famiglie in rapporto al PIL in alcuni Paesi industrializzati lungo il periodo 1995-2008. Come si può notare, con le significative eccezioni della Germania e del Giappone, il tasso di indebitamento delle famiglie fece registrare, nel pur breve intervallo di riferimento, una crescita di dimensioni abnormi. La parte più massiccia di questo indebitamento andò a finanziare l'acquisto di immobili. Secondo l'ex governatore della *Bank of England* Mervyn King, tra il 1986 e il 2006 il valore dei mutui immobiliari passò dal 70% al 120% del reddito totale delle famiglie negli Stati Uniti e dal 90% al 140% nel Regno Unito⁶⁸.

La deregolamentazione finanziaria assunse quindi il ruolo di dispositivo-chiave della

⁶⁷ Un'ottima sintesi dei momenti-chiave del processo di deregolamentazione che ha investito il settore creditizio nell'ultimo ventennio del secolo scorso è contenuta in P. Krugman, *Fuori da questa crisi, adesso!*, Garzanti, Milano, 2012, pp. 69-86. Sull'argomento, cfr. anche J.P. Fitoussi, *Il teorema del lampione*, cit., pp. 35-67.

⁶⁸ Cfr. M. King, *La fine dell'alchimia. Il futuro dell'economia globale*, Il Saggiatore, Milano, 2017, p. 33.

regolazione macroeconomica: il crescente indebitamento delle famiglie che essa rendeva possibile aveva infatti l'effetto di sostenere la domanda (di beni di consumo durevoli e di immobili) in un contesto di salari reali stagnanti e di restrizione fiscale, contribuendo in maniera decisiva all'assorbimento del risparmio eccedente. Non solo: spinti dal fiume di credito che si stava riversando nel mercato degli immobili, i prezzi delle case aumentavano a una velocità mozzafiato⁶⁹, stimolando un *boom* nel settore delle costruzioni e alimentando la crescita del PIL e dell'occupazione.



⁶⁹ I riscontri empirici alla correlazione tra indebitamento delle famiglie e prezzi degli immobili sono numerosi. Senza alcuna pretesa di completezza, si segnalano E. Cerutti, J. Dagher, G. Dell'Ariceia, *Housing Finance and Real-Estate Booms: A Cross-Country Perspective*, in *IMF Staff Discussion Note*, SDN/15/12, June 2015; C. Andr , *Household Debt in OECD Countries. Stylized Facts and Policy Issues*, in *OECD Economics Department Working Papers*, 1277, 2016.

FIG. 1 - Indebitamento delle famiglie in alcuni Paesi industrializzati 1995-2007
(Fonte: OCSE).

A loro volta, le famiglie diventavano sempre più propense a “monetizzare” gli incrementi di valore degli immobili di proprietà e a utilizzarli per espandere i propri consumi, desiderio che le banche tendevano a soddisfare senza grandi problemi attraverso la formula del prestito garantito da ipoteca⁷⁰. Così, la bolla creata dal credito stimolò un’espansione produttiva e occupazionale di dimensioni significative, producendo l’illusione che l’occidente industrializzato avesse ritrovato la formula magica per tornare a crescere ai ritmi degli anni ’60.

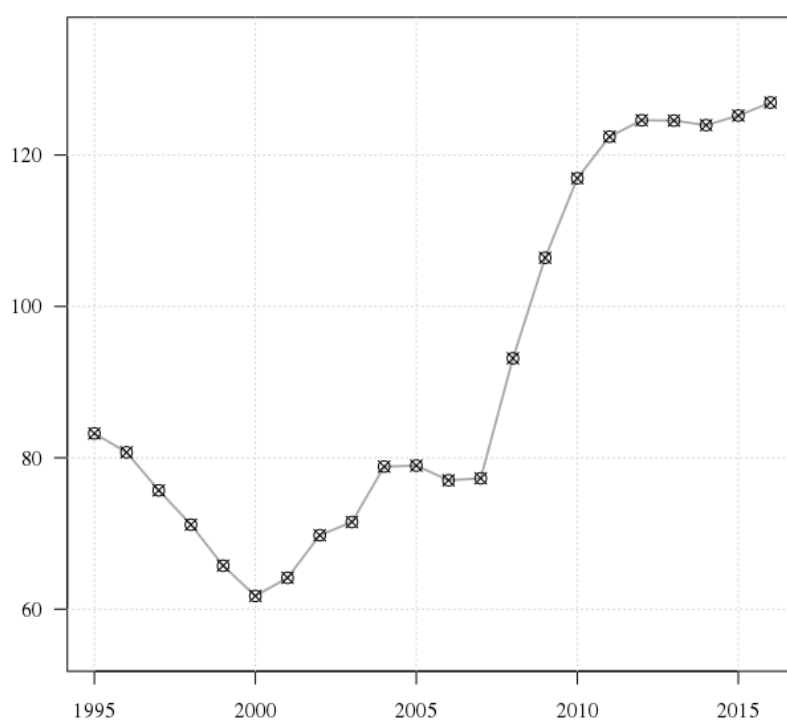


FIG. 2 – Debito pubblico / PIL, Stati Uniti 1995-2015
(Fonte: OCSE).

Ovviamente, con il progressivo gonfiarsi dei *debt ratios* degli operatori, la vulnerabilità del

⁷⁰ Sulla correlazione tra consumi e prezzi degli immobili nel periodo oggetto di analisi, cfr. Y. Varoufakis, *Il minotauro globale*, Asterios, Trieste, 2012, pp. 146-47.

sistema agli shock tende ad aumentare, e anche una perturbazione di carattere locale o settoriale, ripercuotendosi sulla catena dei rapporti di debito/credito, può dar vita ad un tumultuoso processo di smobilizzazione delle attività e a una conseguente rovinosa caduta dei relativi prezzi⁷¹. Il crollo del valore dei CDO farciti di mutui *spazzatura* fu probabilmente la puntura di spillo che provocò lo scoppio della bolla negli Stati Uniti. Da qui al contagio del settore reale dell'economia, il passo fu brevissimo: con la caduta dei prezzi delle attività finanziarie, i possessori tentarono in ogni modo di forzare il *rientro* dei propri crediti, e i debitori furono quindi costretti a ridurre i consumi per rimborsare le proprie passività. A sua volta, la caduta della domanda spinse le imprese a contrarre la produzione e l'occupazione. Nel giro di qualche mese, i conti correnti di coloro che avevano perso il lavoro si prosciugarono, e una gran massa di individui diventò incapace di pagare le rate del mutuo e dell'automobile. Toccò al governo degli Stati Uniti salvare un sistema bancario sull'orlo del collasso, rastrellando (con denaro pubblico) i titoli tossici nella pancia di molte banche d'investimento americane. E così il debito pubblico, che aveva stazionato stabilmente al di sotto dell'80% del PIL lungo tutto il periodo tra il 1995 e il 2007, schizzò in soli 5 anni al 125% del PIL (Fig. 2).

Se quindi proviamo a guardare sotto il velo dei tecnicismi e a ricostruire il senso complessivo della vicenda dei salvataggi, sulla tela si disegna un quadro caratterizzato ancora una volta da una brutale operazione redistributiva a danno della classe lavoratrice. Alla fine della storia, molti lavoratori americani si ritrovarono infatti senza un'occupazione e/o senza la casa che avevano faticosamente acquistato. Chi aveva investito la propria ricchezza in istituti di credito che operavano assai spregiudicatamente nell'immobiliare si ritrovò invece (con la sola eccezione dei creditori di *Lehman Brothers*) a godere del confortevole ombrello protettivo gentilmente offerto dal settore pubblico. E infine chi, terrorizzato dagli eventi, aveva frettolosamente liquidato le proprie attività presso banche e altre istituzioni creditizie, trovò immediatamente il modo di reimpiegare in maniera redditizia quella liquidità nelle aste dei titoli del debito pubblico emessi per *salvare* gli istituti creditizi sull'orlo del fallimento. I primi continuavano in realtà a pagare interessi ai

⁷¹ La fonte di riflessione sicuramente più ricca sull'argomento è l'opera di Hyman Minsky, autore considerato una figura marginale per tutta la carriera, e a cui il destino ha invece riservato un momento di straordinaria fortuna teorica proprio in corrispondenza della crisi del 2008, circa un decennio dopo la sua scomparsa. Sulla teoria minskyana dell'instabilità finanziaria, si veda in particolare H.P. Minsky, *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Torino, Einaudi, 1984.

secondi e ai terzi. L'unica (assai sottile) differenza era la formula giuridica che legittimava formalmente quei trasferimenti di ricchezza: non più interessi sul mutuo per l'acquisto di un immobile, bensì imposte a copertura del pagamento degli interessi sul debito pubblico improvvisamente lievitato.

4. La peculiarità della vicenda europea.

Sebbene la vulgata dominante nel vecchio continente si sia a lungo compiaciuta di raccontare di un'Europa diversa, più sobria, aliena agli eccessi finanziari dei cugini d'oltreoceano, la vicenda europea appare, nei suoi tratti generali, molto simile a quella americana. Anche l'Europa, all'inizio degli anni '80, si ritrova alle prese con la liquidazione del *compromesso keynesiano-fordista*, e anche in Europa il processo di redistribuzione regressiva che ne risulta obbliga le agenzie di regolazione macroeconomica a progettare un assetto istituzionale che metta il sistema creditizio in condizione di provvedere all'assorbimento di una massa di risparmio in tendenziale sostenuta crescita.

Ma, in Europa, la già intrinsecamente problematica transizione al nuovo regime si presenta con un grado di complessità di gran lunga superiore rispetto agli Stati Uniti. Infatti, all'inizio degli anni '80, in Europa non esiste *un* sistema finanziario, bensì una pleora di sistemi finanziari nazionali che disomogeneità normative e fiscali e, soprattutto, la frammentazione monetaria, congiurano a tenere abbastanza rigidamente separati. All'*establishment* economico e politico appare quindi evidente che solo con l'adozione di una moneta comune, mettendo i risparmiatori al sicuro dal rischio di cambio, i capitali avrebbero potuto cominciare a viaggiare liberamente attraverso il continente alla ricerca di impieghi redditizi. Il progetto di integrazione monetaria è quindi, in gran parte, la forma specifica in cui si incarna, in Europa, la transizione al modello di regolazione macroeconomica neoliberista.

La soluzione data a Maastricht al puzzle del *design* della moneta unica riflette per molti aspetti queste premesse: in particolare, appare difficile spiegare l'ossessione di comprimere gli spazi di sovranità degli stati membri e la *scientifica* esclusione di qualsivoglia meccanismo di mutualizzazione dei rischi macroeconomici se non nella prospettiva di evitare qualsiasi *disturbo* al funzionamento del congegno di macro-regolazione basato sui

mercati⁷². L'assetto che ne risulta si configura come un esperimento inedito e inquietante: governi nazionali che si ritrovano titolari di una sovranità fiscale *monca*, un'autorità monetaria a cui è vietato assecondare le politiche fiscali anticicliche e che non ha poteri di vigilanza sui bilanci delle banche, un bilancio federale di dimensioni ridicole per poter funzionare da cassa di compensazione degli shock asimmetrici, nessuno strumento deputato alla correzione degli squilibri commerciali tra i Paesi membri⁷³.

Calata dentro questo assetto istituzionale, le politiche mercantiliste praticate dalla Germania hanno l'effetto di una tanica di benzina sul fuoco. La deregolamentazione selvaggia del mercato del lavoro realizzata dal governo Schroeder all'inizio del millennio, indebolendo ulteriormente le organizzazioni dei lavoratori, consente alla Germania di congelare sostanzialmente la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto e di guadagnare competitività nei confronti dei partner dell'Eurozona⁷⁴. A partire dal 2004, la bilancia commerciale tedesca fa registrare sistematicamente saldi attivi di dimensione superiore (e a volte *di gran lunga* superiore) al 4% del PIL, e che si riflettono in gran parte nei deficit dei Paesi periferici dell'Unione⁷⁵. Nelle banche tedesche (e olandesi) va cioè accumulandosi una imponente massa di risparmio alla ricerca di impiego fruttifero che, grazie alla scomparsa del rischio di cambio garantita dalla moneta unica, viene canalizzata senza difficoltà verso le economie di Irlanda, Spagna, Grecia e Portogallo.

Ovviamente, squilibri commerciali anche prolungati (e il conseguente accumularsi di esposizioni debitorie anche consistenti) non sono necessariamente un fenomeno negativo: al contrario, se il risparmio proveniente dai Paesi in surplus viene utilizzato per alimentare

⁷² Secondo alcuni studiosi, le regole di governo dell'economia definite dal Trattato di Maastricht, piuttosto che la condivisa adesione dei Paesi membri al quadro teorico neoliberalista, rifletterebero invece gli interessi del paese *leader* della federazione monetaria ad esercitare un'egemonia politica ed economica crescente attraverso la propria posizione di "creditore strutturale". Sull'argomento cfr. ad esempio S. Cesaratto, *Chi non rispetta le regole? Italia e Germania e le doppie morali dell'euro*, Imprimatur, Reggio Emilia, 2018.

⁷³ Non è ovviamente questa la sede adatta per un'analisi dettagliata dell'assetto regolativo definito dal Trattato di Maastricht. Sull'argomento, si consenta il rinvio a S. D'Acunto, *Peculiarità e criticità del modello europeo di sovranità monetaria*, in G. Tarantino (a cura di), *La sovranità in un mondo senza confini*, Giappichelli, Torino, 2015.

⁷⁴ Cfr. Y. Varoufakis, *Il minotauro globale*, cit., p. 222; S. Cesaratto, *Notes on Europe, German Mercantilism and the Current Crisis*, in E. Brancaccio, G. Fontana (a cura di), *The Global Economic Crisis*, cit.; E. Brancaccio, M. Passarella, *L'austerità è di destra*, Il Saggiatore, Milano, 2012, pp. 69-73.

⁷⁵ A dispetto dell'opinione diffusa secondo cui i deficit commerciali dei Paesi periferici dell'Eurozona dipenderebbero in gran parte dalla debolezza competitiva nei confronti dei cosiddetti "Paesi emergenti", i dati Ocse ed Eurostat sul commercio intraeuropeo documentano, senza possibilità di equivoco, che essi riflettono quasi integralmente il surplus della Germania e dell'Olanda. Sull'argomento, cfr. A. Bagnai, *Il tramonto dell'euro*, Imprimatur, Reggio Emilia, 2012, pp. 91-94; R. Bourgeot, *Labour Costs and Crisis Management in the Euro Zone: a Reinterpretation of Divergencies in Competitiveness*, in *European Issues*, 289, 2013.

investimenti in capacità produttiva e in ammodernamento tecnologico nei Paesi in deficit, esso può essere un ingrediente cruciale per accelerare la crescita di questi ultimi ed eliminare i divari strutturali. Tuttavia, l'Eurozona si ritrova a fronteggiare le perturbazioni determinate dai *trade imbalances* con i propri centri di regolazione dei flussi finanziari ormai completamente disarticolati: da un lato, infatti, i Paesi membri non possono più affidarsi alla svalutazione competitiva per riorientare i flussi di domanda; dall'altro, la BCE è sprovvista di efficaci strumenti di controllo dei rischi sistemici⁷⁶. La funzione di allocazione dei flussi finanziari poggia, a quel punto, quasi esclusivamente sulle spalle dei mercati deregolamentati, e purtroppo i mercati rivelano in quel frangente una sistematica propensione ad allocare il risparmio verso i consumi e l'acquisto di immobili, piuttosto che verso le attività produttive. Pertanto, a dispetto delle peculiarità *formali* che sembrano caratterizzare la vicenda europea rispetto a quella nordamericana, l'assetto istituzionale disegnato a Maastricht si rivela nient'altro che una cornice diversa mediante cui le agenzie di *governance* macroeconomica delegano in realtà ai mercati la funzione di riciclare il risparmio attraverso il consumo delle classi subalterne finanziato dal debito: in altre parole, preservare la stabilità macroeconomica mediante la sistematica produzione di *bolle*⁷⁷.

I dati presentati nella Fig. 1 hanno già chiarito che il sistema creditizio europeo ha contribuito all'indebitamento delle famiglie in maniera non dissimile da quello americano, innescando la formazione di bolle di analoghe dimensioni nel settore immobiliare. La Fig. 3 documenta inoltre una propensione del settore bancario europeo ad assumere strutture

⁷⁶ Una delle peculiarità normative più discusse dell'Eurozona al momento del suo *debutto* era la problematica coesistenza del *principio del controllo interno*, in base al quale la responsabilità per l'attività di vigilanza spetta alle autorità del paese in cui le banche hanno la loro sede centrale, e del *principio della responsabilità del paese ospitante*, in base al quale il paese ospitante è responsabile della stabilità finanziaria dei propri mercati. Si immagini ad esempio che il 50% delle banche operanti in Italia siano filiali di istituti creditizi aventi sede centrale in Germania o Francia. Le autorità monetarie italiane, cui compete la responsabilità di assicurare la stabilità del sistema bancario italiano, avranno bisogno di informazioni sulla solidità delle banche operanti nel paese. Tuttavia, gran parte di queste informazioni saranno custodite presso istituzioni di controllo con sede in Germania e in Francia, e le istituzioni di controllo straniere possono avere incentivi molto forti a non condividere con l'istituzione responsabile della stabilità del sistema bancario nazionale in oggetto informazioni rilevanti ai fini della valutazione della solidità sistemica. Sull'argomento, cfr. P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 215.

⁷⁷ Sul fatto che la formazione delle bolle all'origine della crisi finanziaria sia fondamentale il risultato degli squilibri commerciali in seno all'Eurozona c'è un sostanziale consenso nel dibattito. Senza alcuna pretesa di completezza, cfr. P. Krugman, *Revenge of the Optimum Currency Area*, in *NBER Macroeconomics Annual*, 27, 2012; A. Bagnai, *Il tramonto dell'euro*, cit., pp. 134-155; H.W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, 2014; A. Bénassy-Quéré, B. Coeure, *L'euro della Discordia*, Università Bocconi Editore, Milano, 2014, pp. 67-68. Per una accurata rassegna della letteratura sull'argomento, cfr. S. Cesaratto, *Alternative Interpretations of a Stateless Currency Crisis*, *Cambridge Journal of Economics*, 41, 2017.

finanziarie caratterizzate da rischi comparativamente assai maggiori rispetto alle omologhe statunitensi, come risultato di uno sfruttamento decisamente più spregiudicato dell'effetto-leve: tra il 1999 e il 2007, il *leverage ratio* del settore bancario negli Stati Uniti staziona infatti stabilmente intorno al valore di 10, mentre oscilla tra 11 e 16 in Olanda e tra 15 e 23 in Germania, cresce da 10 a 18 in Irlanda, da 11 a 23 in Norvegia e addirittura da 19 a 49 nel Regno Unito. Strategie che garantiscono profitti altissimi quando le cose vanno bene, ma che rischiano di trasformarsi in pericolosissimi boomerang se il tasso di rendimento medio dell'attivo (ad esempio per effetto del mancato rientro di alcuni impieghi) cade al di sotto del tasso di interesse pagato sul capitale di prestito.

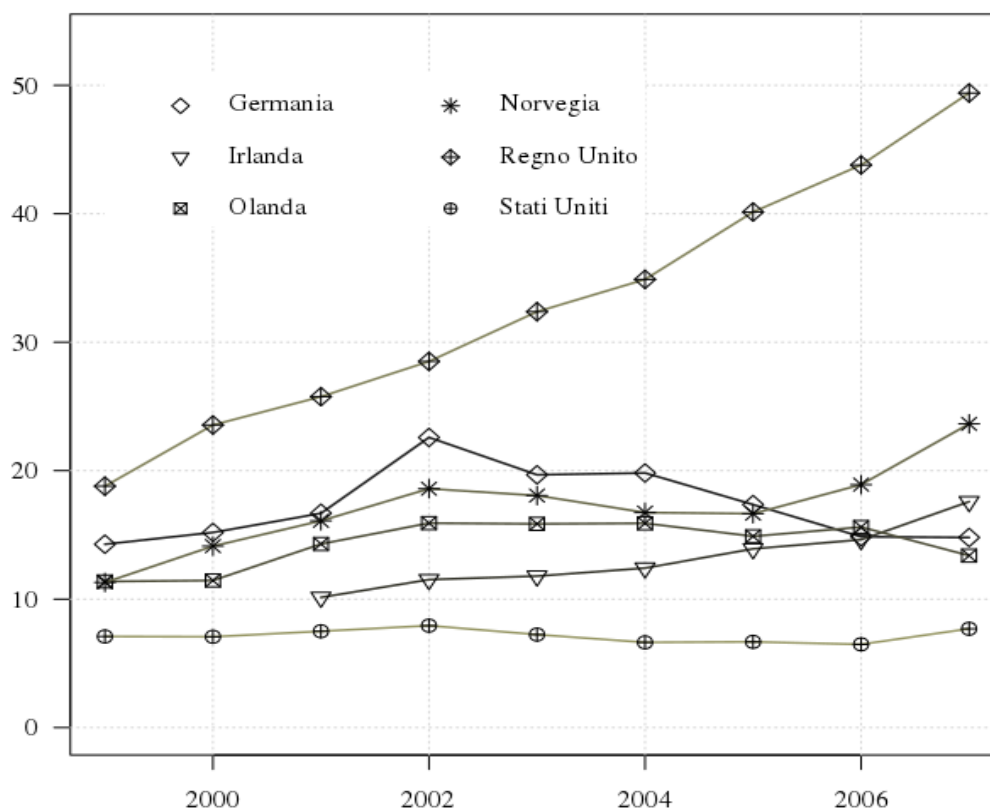


FIG. 3 – Banking sector leverage in alcuni Paesi industrializzati 1999-2007 (Fonte: OCSE).

Infatti, quando la bolla scoppia anche in Europa, pezzi importantissimi del sistema creditizio continentale vengono travolti, e tocca agli stati membri intervenire in loro

sostegno per impedirne il collasso. Nel Regno Unito vengono nazionalizzate o parzialmente nazionalizzate Northern Rock, la Royal Bank of Scotland e la Lloyd Banking Group; in Germania si ricorre ai fondi pubblici per evitare il fallimento di IKB, Sachsen LB, Dresdner Bank e delle banche pubbliche regionali, le cosiddette *Landesbank*. Analoghi interventi si rendono necessari in Irlanda, Belgio, Olanda, Lussemburgo, Spagna e Francia. I costi del salvataggio si rivelano astronomici: tra il 2008 e il 2009, tra ricapitalizzazioni, garanzie su passività bancarie e acquisto di titoli *tossici*, gli stati dell'Unione Europea erogano infatti alle banche aiuti per una somma corrispondente all'11.8% del PIL. Purtroppo, il costo dei salvataggi non si ripartisce in maniera uniforme sugli stati membri: i più colpiti sono stati l'Irlanda, che ha speso nei salvataggi bancari una somma corrispondente al 227% del suo PIL, il Belgio (35%), il Regno Unito (31%) e l'Olanda (24%)⁷⁸.

Ovviamente, mentre nei Paesi in cui i costi del salvataggio sono stati più lievi (e/o quelli in cui i bilanci pubblici erano più sani) è stato possibile finanziare gli interventi di supporto al sistema bancario mediante un aggiustamento fiscale, altrove questa opzione non era praticabile, e il ricorso all'indebitamento sui mercati è stato inevitabile. In quasi tutti i Paesi dell'Unione Europea, il rapporto debito pubblico/PIL schizza conseguentemente verso l'alto. Una rapida occhiata alla Fig. 4, dove abbiamo messo a confronto la dinamica del rapporto debito pubblico/PIL e del *leverage ratio* del settore bancario in alcuni Paesi-campione, mostra abbastanza chiaramente che la correlazione negativa tra le due variabili è molto forte, il che sembrerebbe avvalorare l'idea che anche nella vicenda europea, come in quella americana, il fattore più importante all'origine dell'esplosione del debito pubblico sia il sostanziale *trasferimento* a carico dello stato del debito del settore bancario⁷⁹.

⁷⁸ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, in *European Economy*, 7, 2009, p. 63.

⁷⁹ Cfr. Y. Varoufakis, *Il minotauro globale*, cit., pp. 223-24; A. Bénassy-Quéré, B. Coeuré, *L'euro della discordia*, cit., pp. 64-65.

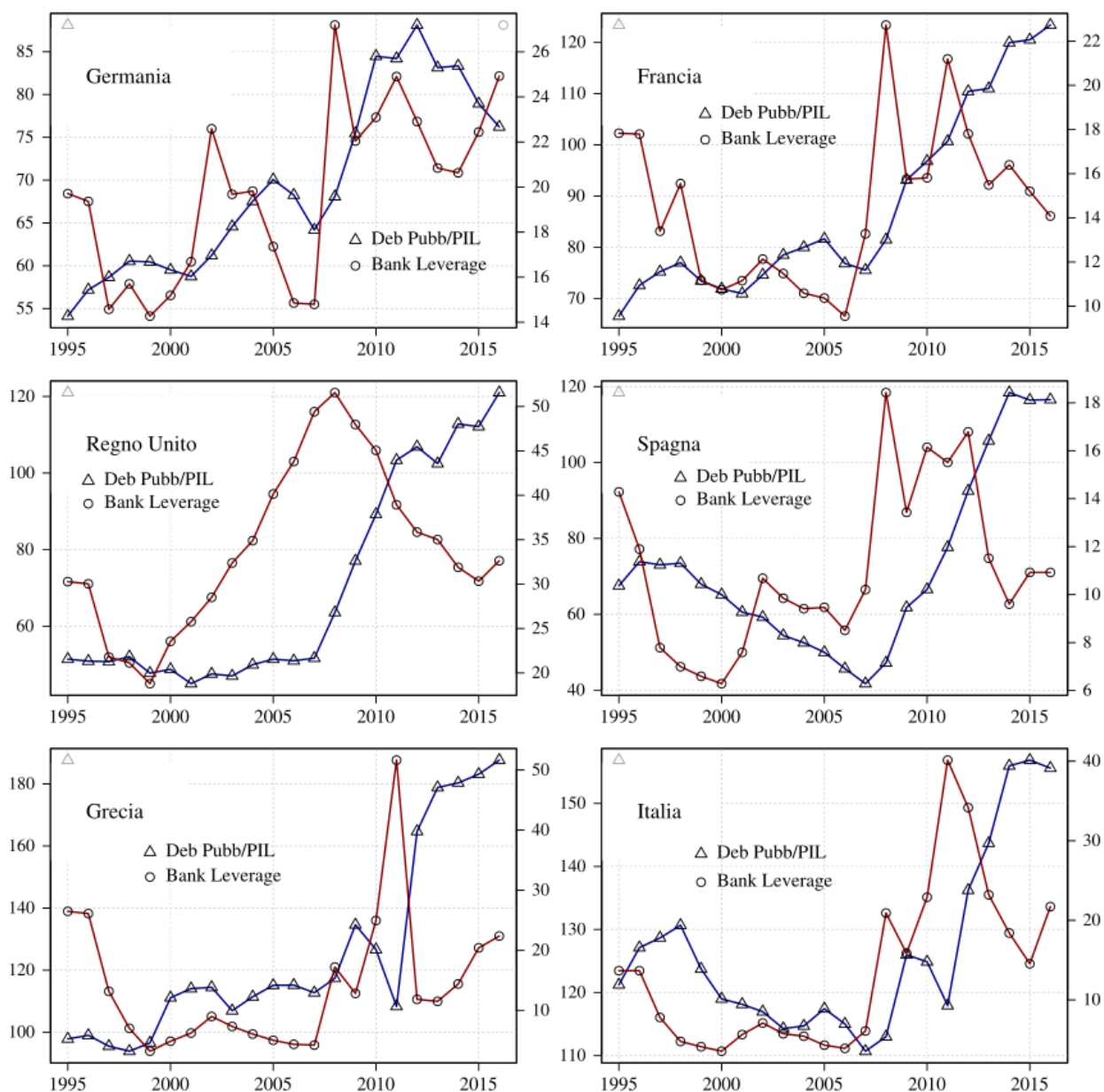


FIG. 4 – Debito pubblico / PIL e banking sector leverage in alcuni Paesi dell’Unione Europea, 1995-2015, indici base 1995=100 (Fonte: OCSE).

Al fine di documentare in maniera meno generica l’affermazione precedente, può essere opportuno presentare i risultati di alcuni test statistici riguardanti la relazione tra le variabili

in oggetto⁸⁰. La Fig. 5 contiene la rappresentazione grafica della stima di un modello di regressione su dati panel con effetti fissi che spiega la variabile dipendente debito pubblico/PIL mediante la variabile esplicativa *leverage ratio*, con riferimento a 15 Paesi OCSE per il periodo che va dall'anno 2008 al 2016⁸¹. Tale specificazione econometrica è in grado di tener conto della eterogeneità non osservabile tra i Paesi⁸².

La relazione è risultata significativa (con un *p-value* minore dell'1 per mille) per gli anni dal 2008 al 2016. Un analogo esercizio, condotto in relazione al periodo 1995-2007 ha invece rivelato la sostanziale assenza di correlazione tra le due variabili. Sulle osservazioni relative al periodo 2008-2016 è stato stimato anche un modello di regressione ad effetti random che, sebbene abbia prodotto stime molto significative, è risultato, in base al test di Hausman, meno efficiente del modello ad effetti fissi⁸³. Le stime dei parametri (e il loro livelli di significatività statistica) sono presentate in forma riassuntiva per tutti e tre i modelli nella Tab. 1⁸⁴.

Esiste anche uno specifico test statistico in grado di confermare o confutare il *break* strutturale che tra il 2007 e il 2008 ha *sconvolto* la relazione tra debito pubblico in rapporto al PIL e il *leverage ratio* delle banche. Si tratta di porre a confronto i legami lineari

⁸⁰ Entrambe le variabili sono il risultato di rapporti tra grandezze espresse nella stessa unità di misura e, quindi, sono depurate da quest'ultima. Nel seguito, prima di calcolare ogni regressione, è stata verificata la stazionarietà delle variabili (dipendenti o indipendenti) mediante l'*Augmented Dickey-Fuller test*: l'ipotesi *H0* attestante la presenza della radice unitaria può essere rifiutata con una probabilità di commettere l'errore del primo tipo inferiore a 0.05 nel caso del debito pubblico in rapporto al PIL ed inferiore a 0.1 nel caso del *leverage ratio*, mentre i residui della regressione, avente come variabile esplicativa il *leverage ratio*, risultano stazionari con lo stesso test ed un *p-value* pari a circa 0.02. L'ordine di integrazione di una serie storica corrisponde al numero di volte che essa deve essere sottoposta all'operatore differenza prima affinché si ottenga una serie stazionaria (senza trend deterministico o stocastico). Se due variabili sono *cointegrate* (cioè hanno lo stesso ordine di integrazione, qualunque esso sia), allora i residui della regressione tra le due variabili sono integrati di ordine zero (cioè stazionari). Tale circostanza conferisce importanti proprietà statistiche alla stima econometrica del legame funzionale tra le due variabili (così che la relazione possa essere considerata stabile). Cfr. J. Stock, M.W. Watson, *Introduzione all'econometria*, Pearson, Milano, 2015.

⁸¹ I Paesi considerati sono: Austria, Belgio, Canada, Germania, Spagna, Germania, Regno Unito, Grecia, Ungheria, Italia, Giappone, Lituania, Portogallo, Svezia e Stati Uniti. Questi sono tutti Paesi colpiti in maniera più o meno intensa dalla crisi economica. Il grafico della Fig. 5 rende evidente che a partire dal 2008 l'indebitamento pubblico è aumentato in rapporto al PIL quando il *leverage ratio* bancario si è ridotto, a partire da tale anno le correlazioni tra le due variabili risultano tutte negative, mentre negli anni precedenti le stesse variabili risultano generalmente incorrelate (vedi Tab. A1 dell'appendice).

⁸² Per "eterogeneità non osservabile" si intendono tutte le caratteristiche peculiari dei singoli Paesi che non subiscono significative variazioni nello specifico periodo di tempo considerato, come ad esempio: territorio, cultura, etc.

⁸³ Circa i risultati del test di Hausman e la loro interpretazione, si rinvia all'appendice.

⁸⁴ Come test di robustezza della precedente analisi è stato effettuato un controllo per l'omissione di fattori esplicativi che si modificano nel tempo, onde evitare la distorsione da variabile omessa. Le stime del modello ad effetti fissi che contempla tra i regressori anche variabili dicotomiche temporali sono riportate in appendice nella Tab. A2.

intercorrenti tra le due variabili prima e dopo l'inizio della crisi economica, cioè di applicare ai dati il test di *Chow*. Tale test è stato applicato alle osservazioni inerenti ogni singolo paese, il risultato è che la correlazione sulla quale abbiamo concentrato la nostra attenzione cambia significativamente (il *p-value* è in ogni caso ben al di sotto di 0.05) dal periodo antecedente l'inizio della crisi a quello successivo. In particolare, risulta confermato che le due variabili sono sostanzialmente incorrelate prima dell'inizio della crisi e successivamente correlate negativamente ed in modo significativo. Tale risultato scaturisce sia da un'analisi sistemica (come si evince dall'output delle regressioni sui dati panel), sia applicando il *test di Chow* alle serie storiche dei singoli Paesi⁸⁵.

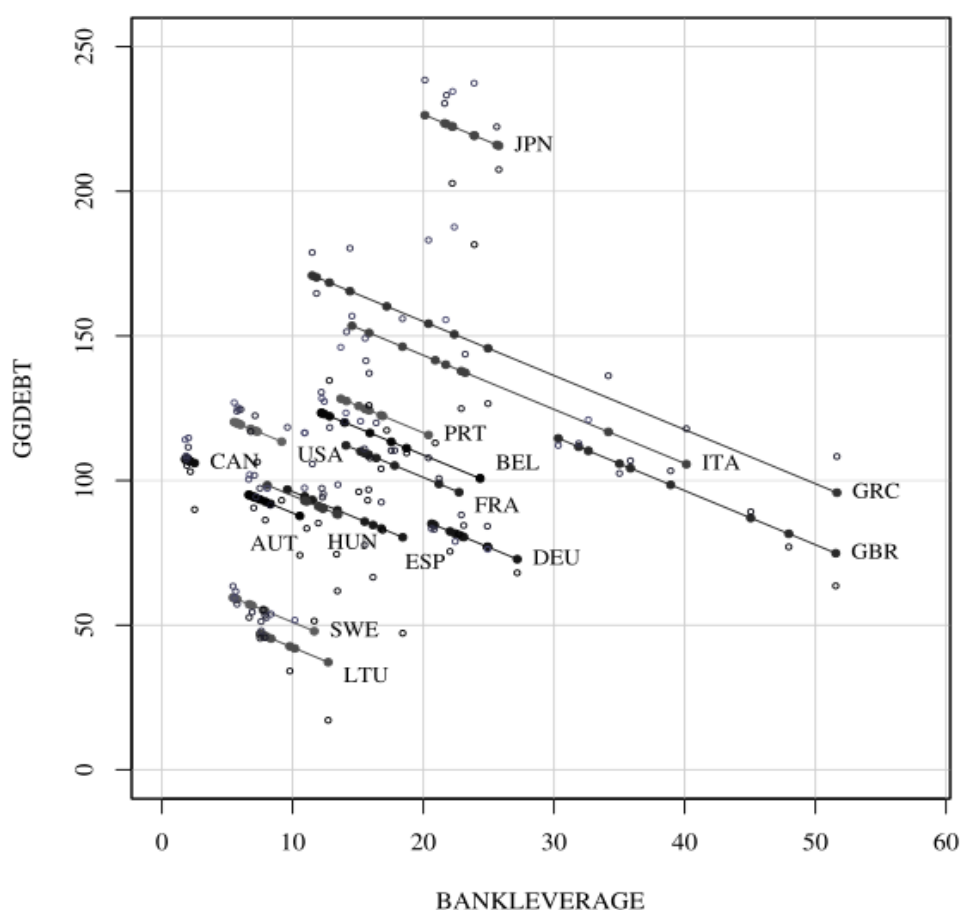


FIG. 5 – Regressione con effetti fissi sui dati panel per 15 Paesi OCSE relativamente al periodo dal 2008 al 2016 (elab. su dati OCSE).

⁸⁵Per una descrizione del test statistico di *Chow* si rinvia all'appendice ed ai riferimenti ivi citati.

<i>Variabile dipendente</i>			
Debito pubblico/PIL			
	EF(1) 1995- 2007	EF(2) 2008-2016	ER(3) 2008-2016
<i>Leverage</i>	0.038	-1.870***	-1.693***
Bancario			
(Errore standard)	(0.216)	(0.273)	(0.273)
Costante			135.768***
(Errore standard)			(11.605)
Osservazioni	195	135	135
R2	0.0002	0.283	0.225
Adjusted R2	-0.084	0.193	0.219
Statistica F	0.031 (df = 1; 179)	46.952*** (df = 1; 119)	38.509*** (df = 1; 133)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01		

TAB. 1 – Risultati ottenuti dai tre modelli econometrici stimati.

In sintesi, a partire dal 2008 la correlazione negativa tra le due variabili è molto elevata, il che sembrerebbe confermare l'ipotesi avanzata nelle pagine precedenti secondo cui gli interventi di salvataggio del settore bancario, analogamente a quanto accaduto negli Stati Uniti, avrebbero giocato un ruolo fondamentale nella lievitazione del rapporto debito

pubblico/Pil registrata nei Paesi europei nell'ultimo decennio.

Tuttavia, ci sono tre sostanziali differenze tra USA e UE, differenze che finiranno per condizionare in maniera decisiva la dinamica economica del vecchio continente successivamente allo shock del 2008. La prima è ovviamente legata al diverso ruolo svolto dalle rispettive valute nel commercio mondiale: finché il dollaro mantiene la sua posizione di valuta di riserva mondiale, gli Stati Uniti godono evidentemente di maggiori gradi di libertà nella scelta delle opzioni di *policy*. Nello specifico, questo vantaggio ha probabilmente permesso alla Fed di fare un utilizzo un po' più disinvolto dell'inflazione al fine di *sgonfiare* il debito, opzione che probabilmente per la UE si presentava più problematica, pena una perdita di attrattività dell'Eurozona come area di destinazione del risparmio globale.

La seconda differenza è legata al diverso livello di governo cui compete la garanzia dei depositi bancari. Infatti, negli USA l'autorità competente è il governo federale, mentre in Europa l'onere del salvataggio è ricaduto sulle spalle dei governi degli stati membri. La differenza non è per niente irrilevante: l'attribuzione della competenza al livello federale permette infatti di *spalmare* gli oneri in maniera uniforme sugli stati, di fatto azzerando l'aspettativa di un *default* sul debito da parte di un singolo stato membro della federazione. Esattamente il contrario di quello che è accaduto in Europa, dove, in vigenza di un tacito principio di *non mutualizzazione dei rischi*, alcuni stati membri si sono trovati a dover contrarre un debito di dimensioni esorbitanti, in rapporto al proprio PIL, pur di salvare il sistema bancario dal collasso⁸⁶. Come chiarito da Krugman, le conseguenze possono essere assai gravi. Quando le banche si ritrovano in portafoglio significativi volumi di titoli del debito di stati sulla cui solvibilità si nutrono forti dubbi, i depositanti corrono allo sportello a chiudere i loro conti e le banche sono pertanto costrette a contrarre la dimensione dell'*asset-side* del proprio bilancio, spingendo ulteriormente verso il basso il valore dei titoli e inasprendo in tal modo l'onere del rifinanziamento del debito a carico degli stati emittenti. Questo fenomeno può però spingere la dinamica del debito lungo un sentiero di insostenibilità, accentuando i dubbi dei sottoscrittori e dei creditori delle banche fortemente esposte con lo stato a rischio di *default*, e così via di seguito in un meccanismo a catena

⁸⁶ Sull'argomento, cfr. D. Gros, *Banking Union: Ireland vs. Nevada. An illustration of the Importance of an Integrated Banking System*, in *CEPS Commentary*, 18 October 2012.

con conseguenze potenzialmente drammatiche per la stabilità del sistema finanziario⁸⁷. A noi sembra che lo scenario disegnato da questa simulazione somigli in maniera assai precisa alla vicenda vissuta dall'Europa negli anni a cavallo tra il 2008 e il 2012, con quel convulso rincorrersi di crisi bancarie e crisi del debito sovrano che ha fatto addirittura temere l'implosione dell'Eurozona⁸⁸.

Infine, la terza peculiarità dell'esperienza dell'Eurozona rispetto a quella degli USA è legata all'interpretazione che la Banca Centrale Europea ha dato del suo ruolo fino al 2012, escludendo in maniera categorica di poter svolgere la funzione di *lender of last resort* nei confronti dei governi degli stati membri. Questa scelta ha probabilmente aggravato i problemi connessi alla *credibilità* dei debiti sovrani agli occhi dei sottoscrittori: stati gravati da una consistente esposizione debitoria, senza avere alle spalle nessuna istituzione che facesse da "garante" della sua capacità di ripagarlo, hanno trovato serie difficoltà a finanziare il rinnovo del debito a tassi di interesse ragionevoli. De Grauwe ha osservato che, sebbene nei momenti più intensi della crisi la Spagna facesse registrare rapporti debito pubblico/PIL di 20 punti percentuali più bassi rispetto al Regno Unito, il governo spagnolo riusciva a prendere a prestito sui mercati finanziari solo a tassi di interesse più alti di circa 200 punti base rispetto al governo britannico. Questa evidenza, che appare in aperto contrasto con la teoria ortodossa dei differenziali tra i tassi di interesse, si spiega, sempre secondo De Grauwe, con il fatto che mentre il Regno Unito controlla la quantità della moneta in cui si indebita, questo non vale per la Spagna⁸⁹. Se, per effetto della diffusione di aspettative di insolvenza, i sottoscrittori del debito pubblico inglese rifiutassero di rinnovare l'acquisto dei titoli a scadenza, il governo inglese potrebbe senz'altro costringere la *Bank of England* a sottoscriverli. Viceversa, in una situazione analoga, il governo spagnolo non potrebbe contare sul sostegno della propria banca centrale e dovrebbe dichiarare insolvenza⁹⁰.

⁸⁷ Cfr. P. Krugman, *Revenge of the Optimum Currency Area*, cit., p. 445.

⁸⁸ Questa è anche l'opinione di A. Bénassy-Quéré, B. Coeuré, *L'euro della discordia*, cit., pp. 73-74.

⁸⁹ Cfr. P. De Grauwe, *Managing a Fragile Eurozone*, in *Vox*, CEPR's Policy Portal, 10 May 2011.

⁹⁰ Sul tema, cfr. anche J.P. Fitoussi, *Il teorema del lampione*, cit., pp. 120-123, e P. Krugman, *Revenge of the Optimum Currency Area*, cit., p. 446. Krugman osserva che anche gli stati che, pur non aderendo all'Eurozona, hanno tuttavia adottato un tasso di cambio fisso con l'euro, sembrano aver beneficiato della scelta di un modello più "flessibile" di partnership monetaria in termini di costo dell'indebitamento sui mercati finanziari. Ad esempio la Danimarca, che ha una propria moneta nazionale agganciata all'euro, nel momento più drammatico della crisi riusciva a indebitarsi a tassi di interesse decisamente più bassi rispetto ad Austria e Finlandia che adottano l'euro, sebbene tra i tre stati non ci fossero significative differenze in termini di rapporto debito pubblico/PIL. La spiegazione proposta da Krugman, che riecheggia

Come è noto, la BCE ha mutato decisamente atteggiamento sulla questione a partire dal 26 Luglio 2012, quando il suo presidente si è dichiarato disposto a fare “...whatever it takes to preserve the euro”⁹¹ e l’autorità monetaria si è di conseguenza dedicata ad approntare tutta una serie di strumenti non-convenzionali di intervento (dalle *Outright Monetary Transactions* al *Quantitative Easing*), tranquillizzando così i sottoscrittori dei debiti sovrani e contribuendo ad una sostanziale normalizzazione del funzionamento dei mercati finanziari nell’area euro. Tuttavia, mentre la BCE si dichiarava disposta ad allargare i cordoni della borsa, i governi dei Paesi membri si orientavano in direzione contraria, abbracciando la famigerata filosofia dell’*austerità* e progettando il trattato che ne sarebbe stato il micidiale strumento operativo: il *Fiscal Compact*.

5. Gli effetti dell’*austerità* sulla dinamica del debito pubblico.

Come si è anticipato nell’introduzione, la lettura che gli organi di *governance* dell’Eurozona hanno dato della crisi economica è stata di natura completamente diversa da quella da noi tratteggiata nei paragrafi precedenti: piuttosto che l’effetto, l’elevato debito pubblico registrato dai Paesi più colpiti è stato considerato la *causa* della crisi. A legittimare questo rovesciamento della direzione della causalità tra i fenomeni ha contribuito in maniera decisiva l’influenza di un gruppo assai prestigioso di studiosi caratterizzati, già a partire dalla metà degli anni ’80, per la profonda avversione alle idee keynesiane circa l’uso della politica fiscale in funzione anticiclica.

Le radici intellettuali di questo filone di pensiero stanno probabilmente in un noto contributo di Robert Barro del 1974, in cui lo studioso americano, incorporando l’ipotesi di *ultrarazionalità* delle aspettative degli operatori in un modello macroeconomico, giungeva alla proposizione di “equivalenza” tra finanziamento in pareggio e finanziamento con debito della spesa pubblica: se gli operatori economici sono agenti *ultrarazionali*, sanno che prima o poi il debito pubblico dovrà essere ripagato, e che quindi la tassazione

l’interpretazione di De Grauwe dello *spread* Regno Unito/Spagna, è che la banca centrale della Danimarca ha evidentemente maggiori gradi di libertà nel governo della moneta (all’occorrenza può sempre svalutare), fatto che rende i sottoscrittori del debito pubblico fiduciosi circa l’impossibilità di insolvenza del governo.

⁹¹ M. Draghi, *Speech at the Global Investment Conference*, London, 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

è solo rimandata nel tempo. Pertanto, essi si comportano come se la spesa pubblica fosse finanziata con le imposte: reagiscono al *deficit spending* accantonando il risparmio necessario a fare fronte al debito che ne risulterà nell'epoca futura in cui il governo deciderà di procedere al riaggiustamento fiscale. Il moltiplicatore del *deficit spending* avrebbe quindi valori molto più bassi di quanto gli studiosi keynesiani immaginino, in quanto l'effetto espansivo della domanda pubblica verrebbe sistematicamente contrastato da un aumento della propensione al risparmio privato⁹².

I risultati teorici di Barro intrigarono due studiosi italiani, Giavazzi e Pagano, che provarono a testarne la validità empirica con riferimento a due piccoli Paesi europei, la Danimarca e l'Irlanda, che negli anni '80 hanno vissuto fasi di intensa espansione economica in corrispondenza di politiche fiscali restrittive. L'indagine empirica diede luogo a risultati ancora più anti-keynesiani delle proposizioni teoriche di Barro: i moltiplicatori della spesa in deficit risultavano addirittura negativi, vale a dire che gli effetti restrittivi sulla domanda dei tagli alla spesa erano addirittura *più che compensati* dagli effetti espansivi⁹³. Confortati dai risultati, i due studiosi ripeterono l'esperimento con riferimento alla Svezia, paese che, al contrario, aveva sperimentato una fase recessiva in corrispondenza di politiche contrassegnate da significativi alleggerimenti fiscali, ottenendo risultati analoghi⁹⁴. Il tema cominciò a diventare *popolare* e a coinvolgere un numero sempre più ampio di studiosi, che provarono a declinare l'esercizio empirico su scala sempre più ampia. Questi studi sembrarono generalizzare la validità del risultato dei primi studi di Giavazzi e Pagano: le politiche fiscali espansive, contrariamente a quanto sostenevano gli studiosi di filiazione keynesiana, produrrebbero effetti recessivi⁹⁵. La

⁹² R. Barro, *Are Government Bonds Net Wealth?*, in *Journal of Political Economy*, 82, 1974. L'espressione "ultrarazionalità" viene in genere utilizzata per caratterizzare agenti che non massimizzano banalmente l'utilità individuale, in quanto sono "altruisti" nei confronti dei propri discendenti. L'implicazione più importante di questa ipotesi ai fini del funzionamento dei modelli macroeconomici è che gli agenti non consumano l'aumento di reddito disponibile risultante da un taglio fiscale, perché hanno interesse ad accantonare una ricchezza sufficiente a pagare le future imposte necessarie a rimborsare il debito, *anche se sono certi che quelle imposte si materializzeranno dopo la propria morte*. Quel risparmio serve infatti a consentire ai propri discendenti di affrontare il futuro riaggiustamento fiscale senza essere costretti a subire brusche perdite di benessere.

⁹³ F. Giavazzi e M. Pagano, *Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*, in *NBER Macroeconomics Annual*, 5, 1990.

⁹⁴ F. Giavazzi e M. Pagano, *Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience*, in *Swedish Economic Policy Review*, 3, 1996.

⁹⁵ A. Alesina e R. Perotti, *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*, in *IMF Staff Papers*, 44, 1997; A. Alesina e S. Ardagna, *Tales of Fiscal Adjustments*, in *Economic Policy*, 13, 1998.

razionalizzazione teorica data a questi risultati è che, agli aggiustamenti della propensione al risparmio messi in evidenza da Barro, si sommerebbero una serie di influenze nefaste sulla *performance* delle imprese (surriscaldamento della dinamica salariale, aumento del costo unitario del lavoro e conseguente deterioramento della competitività sui mercati internazionali) e sulle valutazioni dei mercati finanziari (aumento del rischio percepito di *default* sul debito sovrano e conseguente lievitazione dei tassi d'interesse) che finirebbero per determinare significative spinte alla contrazione del livello di attività economica. Viceversa l'austerità, tranquillizzando gli operatori circa la dimensione del carico fiscale futuro, garantendo implicitamente i sottoscrittori del debito pubblico circa la solvibilità dei governi e gonfiando i profitti delle imprese grazie al *raffreddamento* della dinamica dei salari, sortirebbe effetti di segno espansivo⁹⁶.

Quando, nel 2009, l'economia globale si è ritrovata nel bel mezzo della recessione, il prestigio acquisito nel ventennio precedente dalla teoria dell'*austerità espansiva* è stato ulteriormente rafforzato dal consenso suscitato da un citatissimo (e assai discusso) contributo di Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff⁹⁷. Basandosi su un campione di dati che copre due secoli e un numero molto ampio di Paesi, i due studiosi statunitensi hanno infatti sostenuto che, quando il rapporto debito pubblico/PIL supera la soglia del 90%, la crescita tende decisamente a rallentare o addirittura ad arrestarsi. Le agenzie nazionali ed internazionali di regolazione macroeconomica si sono quindi ritrovate tra le mani un comodissimo pretesto per liquidare quel poco che rimaneva dello stato sociale e della strumentazione fiscale per il contrasto della congiuntura. In particolare, la filosofia dell'*austerità* ha attecchito benissimo in Europa, dove essa si sposava alla perfezione con l'ormai consolidato orientamento deflazionistico della nazione *leader* della federazione monetaria europea. In un intervento al Meeting dell'Ecofin tenutosi a Madrid il 15 Aprile 2010, Alesina passava in rassegna i (presunti) meriti della teoria dell'austerità espansiva nella spiegazione di molte recenti vicende dell'economia mondiale e metteva in guardia i

⁹⁶ Per una rassegna più dettagliata della parabola dell'idea dell'austerità espansiva, cfr. A. Barba, *L'austerità espansiva tra scienza e falsa coscienza*, in *MicroMega*, 4, 2017.

⁹⁷ C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, Growth in a Time of Debt, *American Economic Review Papers & Proceedings*, 100, 2, May 2010. Per una verifica empirica con riferimento all'economia europea che convalida le tesi di Reinhart e Rogoff, v. C. Checherita e P. Rother, *The Impact of High and Growing Government Debt. An Empirical Investigation for the Euro Area*, in *ECB Working Paper Series*, 1237, August 2010. Il contributo di Reinhart e Rogoff è stato indicato esplicitamente nei documenti ufficiali della Commissione Europea come base scientifica delle politiche di *austerità*. Al riguardo, si veda O. Rhen, *Letter to Ecofin Ministers*, in Ares, 185796, Brussels, February 2013.

governi europei dal «fosco futuro» che attendeva il continente se fosse stata ulteriormente rimandata «la somministrazione delle dure medicine» necessarie a suo dire al superamento della crisi⁹⁸. Autentica musica per le orecchie di Wolfgang Schauble che, forte di tale legittimazione teorica, nel giro di pochi mesi impose anche agli altri stati membri la *German View*.

L'esito concreto dell'adesione della *leadership* politica dell'Eurozona ai dettami dell'austerità espansiva fu duplice: da un lato, il sistema di vincoli alle politiche fiscali risultante dal *Fiscal Compact* e dai regolamenti contenuti nei cosiddetti *Two Pack* e *Six Pack*, che hanno inasprito in maniera drastica la disciplina fiscale nell'Eurozona; dall'altro, la progettazione di un meccanismo di assistenza finanziaria per i Paesi membri in difficoltà che condizionava rigidamente gli interventi all'accettazione, da parte del paese destinatario degli aiuti, di limiti ancora più severi sul saldo (nonché sulla composizione) del bilancio pubblico.

L'effetto complessivo della nuova *camicia di forza* disegnata per le autorità di politica fiscale può essere facilmente percepito mediante un'occhiata alla Fig. 6, dove in ordinata viene misurato il saldo primario del settore pubblico, relativamente all'intervallo 2008-2016, nei 5 Paesi dell'Eurozona (i cosiddetti PIIGS) che, per motivi diversi, sono finiti sotto la vigilanza della Commissione Europea⁹⁹. Come si vede, a partire dall'entrata in vigore del *Fiscal Compact* (2012), con la sola eccezione dell'Irlanda, tutti i Paesi in oggetto sono stati costretti a realizzare avanzi primari di dimensione significativa. La Grecia staziona regolarmente sopra il 5% del PIL, e nel 2016 sfiora addirittura il 10%. Anche l'Italia paga un dazio elevato all'ideologia dell'austerità espansiva, costretta a robusti tagli di spesa e ad altrettanto consistenti inasprimenti della pressione fiscale in un momento di drammatica recessione, pur di realizzare avanzi che oscillano tra il 4% e il 5% del PIL. Solo lievemente meno dura appare la medicina che la Commissione riserva a Portogallo e Spagna, ma anche in quei casi la dimensione dell'aggiustamento fiscale è, in assoluto,

⁹⁸Cfr. A. Alesina, *Fiscal Adjustments: Lessons from Recent History*, *Ecofin meeting*, Madrid, 14 April 2010, https://scholar.harvard.edu/files/alesina/files/fiscaladjustments_lessons-1.pdf.

⁹⁹Nel periodo in questione, Irlanda, Portogallo, Grecia e Spagna hanno richiesto di beneficiare di un programma di assistenza finanziaria, e quindi hanno dovuto accettare le *condizioni* imposte dalle istituzioni cui gli stati membri hanno assegnato la supervisione del programma (FMI, BCE e Commissione Europea, la cosiddetta *Troika*). L'Italia, pur non avendo mai fatto richiesta di aiuti finanziari, a causa dell'elevato rapporto tra debito pubblico e PIL è tuttavia assoggettata al *piano di rientro* previsto dal *Fiscal Compact*. In base all'art. 4 di tale trattato, infatti, i Paesi che registrano un rapporto tra debito pubblico e PIL superiore al 60% sono tenuti a ridurre tale rapporto in misura di un ventesimo della parte eccedente il 60% ogni anno, obbligo che si riflette ovviamente in un vincolo ulteriore sul saldo di bilancio.

tutt'altro che modesta.

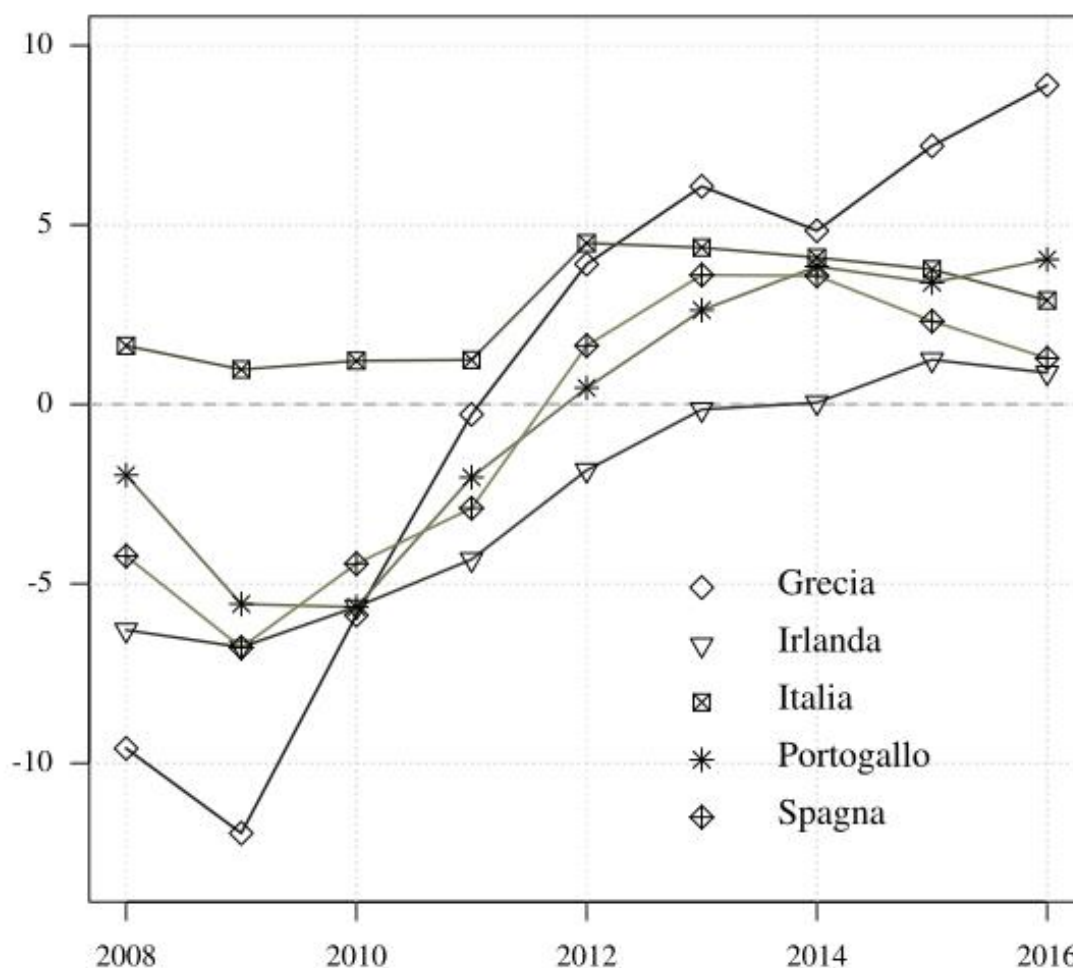


FIG. 6 – Saldo primario del settore pubblico (PIIGS: 2008-2016).

Logica avrebbe voluto che, dovendo somministrare una terapia così radicale ai Paesi alle prese con problemi di sovraindebitamento, la Commissione invitasse i Paesi che non soffrivano di patologie a carico della finanza pubblica a fare viceversa politiche di *deficit spending*, in modo da controbilanciare la contrazione della domanda proveniente dai PIIGS ed evitare che l'intera Europa venisse soffocata dalla cappa della recessione. Purtroppo, però, la teoria dell'austerità espansiva non fa i conti con gli elementari principi della partita

doppia, e finisce quindi per asserire l'evidente paradosso secondo cui *tutti* i Paesi sono destinati ad aumentare la produzione se *tutti* contraggono la domanda. La Fig. 7, dove sono rappresentati i saldi primari di alcuni Paesi del *core* dell'Eurozona, documenta infatti che anche i Paesi che avevano una finanza pubblica sostanzialmente sana, e che quindi non avevano alcun bisogno di bruschi aggiustamenti fiscali, non si sono affatto risparmiati la cura da cavallo che stavano infliggendo ai propri meno fortunati *partners* della periferia.

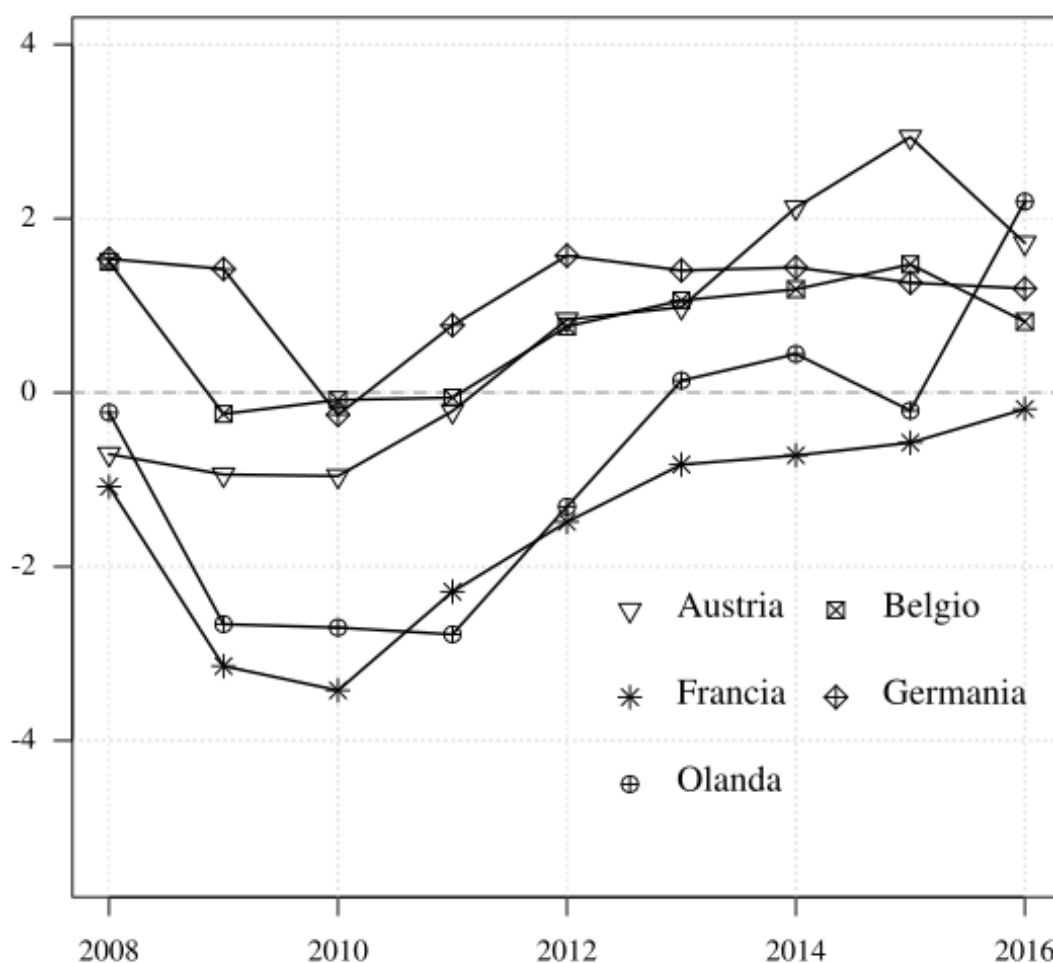


FIG. 7 – Saldo primario del settore pubblico (Nord Europa: 2008-2016).

Pertanto l'intonazione della politica fiscale in Europa, nel periodo considerato, è risultata *in media* (e non solo nei Paesi gravati da una pesante esposizione debitoria) fortemente

restrittiva, come risulta evidente dal confronto tra gli andamenti dei saldi primari del settore pubblico dell'Eurozona, dell'insieme dei Paesi OCSE e degli Stati Uniti, presentato nella Fig. 8. Come si può notare, infatti, a partire dall'approvazione del Fiscal Compact, l'Eurozona realizza in media saldi primari oscillanti tra l'1% e il 2% del PIL, mentre sia nell'aggregato OCSE, sia negli Stati Uniti, l'intonazione della politica fiscale rimane decisamente orientata al *deficit spending*, sebbene con saldi in tendenziale e sensibile riduzione rispetto al biennio 2009-2010.

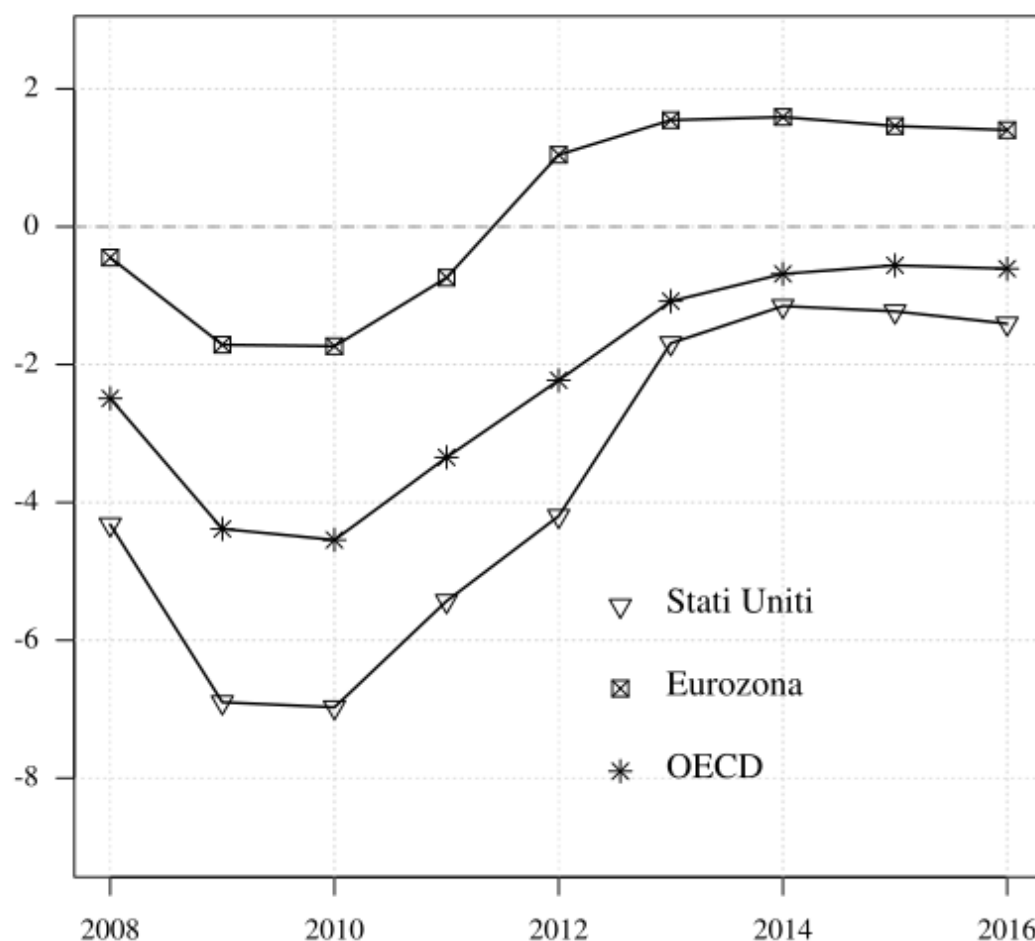


FIG. 8 – Saldo primario del settore pubblico (Eurozona, OCSE, USA: 2008-2016).

L'impatto dell'austerità fiscale sui Paesi periferici dell'Eurozona si rivelerà devastante: oltre a doversi piegare all'obbligo di comprimere la domanda aggregata nel pieno di una fase ciclica recessiva, questi hanno quindi patito anche la compressione della domanda da parte dei Paesi vicini, pagando un costo elevatissimo in termini di crescita e occupazione. Come si mostra nella Fig. 9, con l'eccezione dell'Irlanda, che riesce a tornare rapidamente a ritmi di crescita comparabili con quelli degli anni precedenti il crollo del 2009, tutti gli altri Paesi sperimentano un drammatico rallentamento. Dopo essere cresciuta a ritmi frenetici fino al 2008, la Grecia vive una recessione talmente profonda da riportare il suo PIL ai livelli del 2004. In Italia, dopo il crollo del 2009-2010 e un modesto episodio di ripresa vissuto nel 2011, il tasso di crescita si incolla ostinatamente intorno allo zero. Il Portogallo, che per ricevere assistenza finanziaria dal FMI ha dovuto impegnarsi a ridurre il deficit pubblico dal 10% del 2010 al 3% del 2013, ha subito nel 2012 una caduta del PIL addirittura più rapida di quella del 2009, e a tutto il 2015 il suo PIL pro-capite era ancora al di sotto dei livelli pre-crisi

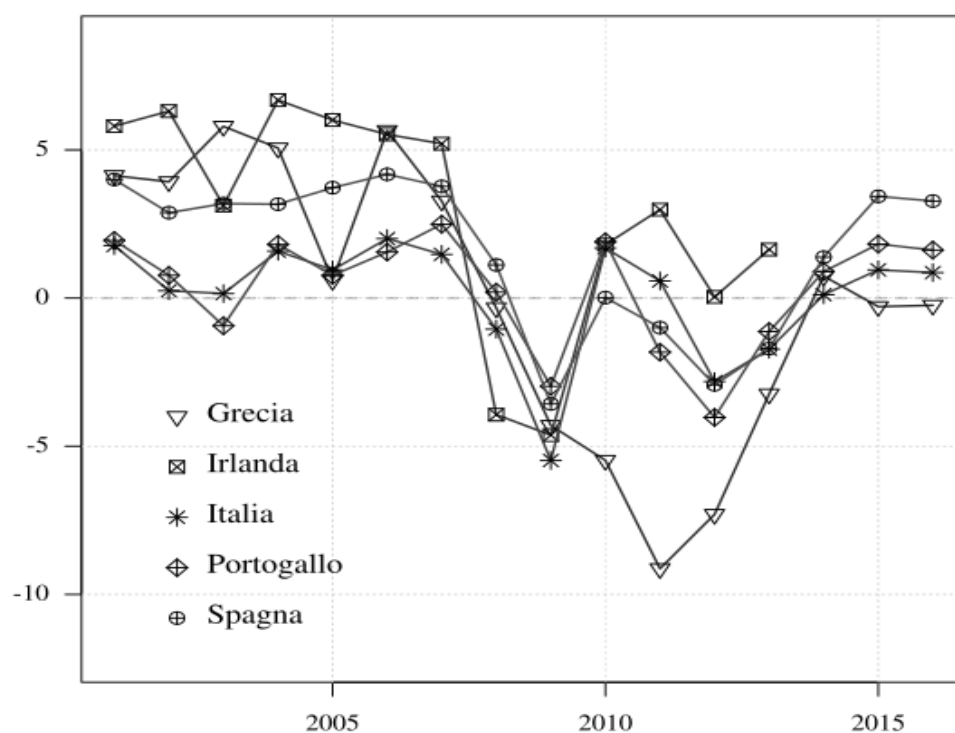


FIG. 9 – Tasso di crescita del PIL (PIIGS: 2001-2016).

Ovviamente, soffocando la crescita, l'austerità finisce per compromettere anche l'obiettivo del consolidamento fiscale. Da un lato, infatti, la contrazione della base imponibile non è, evidentemente, la condizione ideale per realizzare incrementi del gettito fiscale; dall'altro, il rallentamento dell'economia porta inevitabilmente ad un aumento della spesa sociale legata agli ammortizzatori automatici (in particolare i sussidi di disoccupazione); infine, la caduta del prodotto nazionale, a parità di debito nominale, ha l'effetto di rendere più pesante l'esposizione debitoria per ogni euro di PIL. La conseguenza è che gli imponenti sacrifici imposti alle popolazioni dei Paesi della periferia per realizzare surplus di bilancio non è stata premiata da significative riduzioni del rapporto debito/PIL. Al contrario, a partire dall'inizio dei programmi di aggiustamento strutturale, con la solita eccezione dell'Irlanda, i Paesi in questione vedono il rapporto debito/PIL impennarsi decisamente fino al 2012 e poi irrigidirsi su valori significativamente più elevati rispetto al decennio pre-crisi (Fig. 10).

Il fallimento delle politiche praticate nell'Eurozona ha rapidamente eroso il consenso raccolto negli anni precedenti dal filone dell'austerità espansiva e spinto gli studiosi a chiedersi quanto fossero fondati i risultati empirici che ne avevano determinato il successo nei circoli accademici e la credibilità agli occhi dei *policy-maker*. Alla luce di questo più attento riesame, i risultati degli apologeti dell'austerità espansiva sono apparsi in gran parte il risultato di *correlazioni spurie*: quasi tutti i Paesi in cui si erano registrate espansioni economiche in corrispondenza di strette fiscali erano stati contestualmente interessati da miglioramenti della performance commerciale favoriti o da svalutazioni competitive, oppure da *boom* in corso in Paesi vicini con i quali sussistevano forti legami commerciali¹⁰⁰.

Esemplare al riguardo la vicenda del Canada nella prima metà degli anni '90, spesso utilizzata da Alesina & co. come caso paradigmatico di effetti espansivi di restrizioni fiscali. Tuttavia, secondo studi più recenti, il successo economico del Canada in quel periodo non avrebbe niente a che fare con l'austerità, ma piuttosto con la fortuna di essere i vicini degli USA in un momento in cui l'economia americana era interessata da un forte

¹⁰⁰ Cfr. FMI, *World Economic Outlook. Recovery, Risk and Rebalancing*, cap. III: *Will it Hurt? Macroeconomics Effects of Fiscal Consolidation*, Washington D.C., 2010; J. Guajardo, D. Leigh, e A. Pescatori, *Expansionary Austerity: New International Evidence*, in *IMF Working Paper*, 11, 158, July, 2011.

boom, sommata alla possibilità di utilizzare la svalutazione competitiva per favorire le esportazioni¹⁰¹. La somma di questi due fenomeni avrebbe quindi procurato al Canada una domanda esterna di ammontare sufficiente a controbilanciare l'effetto restrittivo esercitato dal consolidamento fiscale sulla domanda interna.

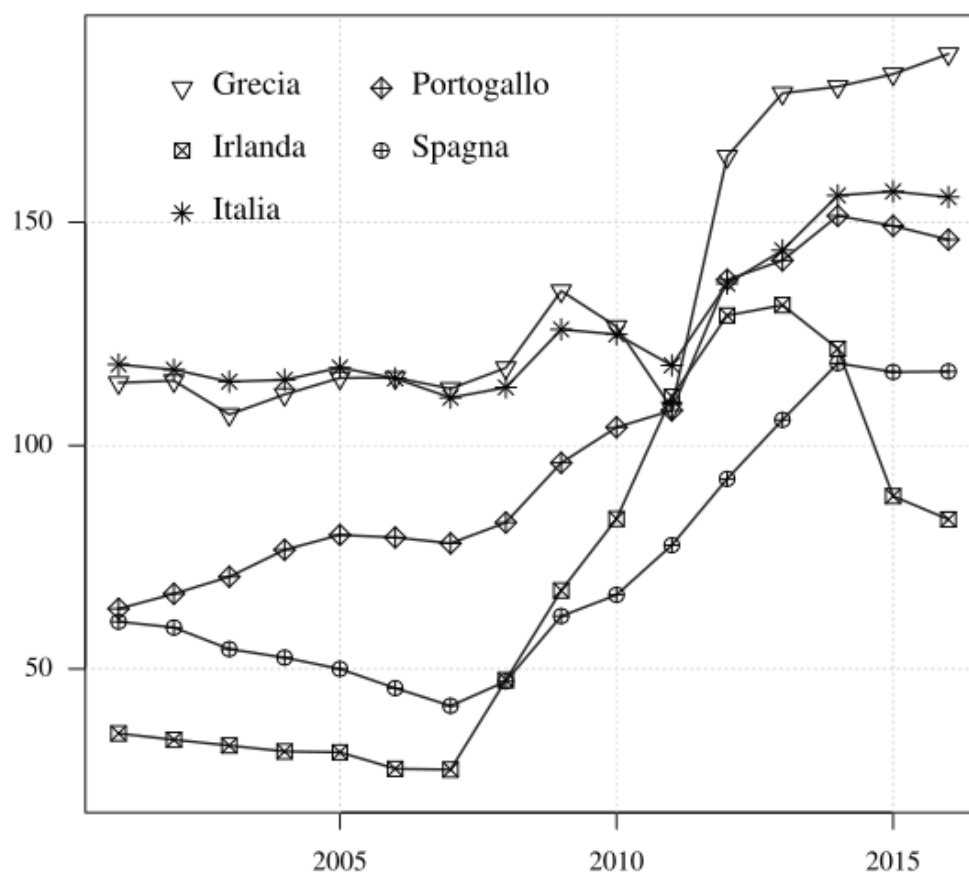


FIG. 10 – Debito pubblico/PIL (PIIGS: 2001-2015).

Ala luce di queste considerazioni sarebbe pertanto un errore di prospettiva dedurre dall'esperienza del Canada che il consolidamento fiscale abbia effetti espansivi *indipendentemente dal contesto macroeconomico ed istituzionale*. I tagli al bilancio

¹⁰¹ Cfr. P. Krugman, *Fuori da questa crisi, adesso!*, cit., p. 225; J.E. Stiglitz, *L'euro*, Einaudi, Torino, 2017, p. 214-15.

avrebbero effetti inequivocabilmente restrittivi sulla domanda interna, effetti che possono essere bilanciati da shock esogeni sulle esportazioni o dall'effetto espansivo di una svalutazione competitiva, se il Paese in oggetto dispone di sovranità monetaria. Nei Paesi europei colpiti in maniera più grave dalla recessione nel 2010, purtroppo, non sussisteva nessuna di queste due condizioni: da un lato, tutta l'economia mondiale si dibatteva in una recessione profonda, e quindi non c'era da contare su una "locomotiva" in grado di trainare le economie europee in crisi; dall'altro, i Paesi più colpiti dalla crisi non disponevano della sovranità monetaria, e quindi non potevano neanche usare la svalutazione per alleggerirne la gravità. Del resto, in un noto studio sugli effetti delle politiche fiscali praticate in Europa all'indomani della crisi, Blanchard e Leigh hanno stimato moltiplicatori fiscali intorno all'unità¹⁰². Non c'è quindi da stupirsi del fatto che, in Europa, l'*austerità* abbia esercitato sulle economie in crisi gli effetti pro-ciclici che un qualunque "ingenuo" keynesiano si sarebbe aspettato e che, piuttosto che favorire il risanamento fiscale nei Paesi interessati da gravi esposizioni debitorie, ne abbia ulteriormente accentuato gli squilibri.

Il consenso di cui hanno goduto le politiche di *austerità* ha subito un altro grave colpo nel dibattito seguito alla pubblicazione del saggio di Reinhart e Rogoff di cui abbiamo brevemente dato conto nelle pagine precedenti, secondo cui esisterebbe una *soglia* del rapporto debito/Pil oltre la quale la crescita rallenterebbe. Alcuni studiosi hanno rilevato che le stime di Reinhart e Rogoff non permettono di valutare la direzione della causalità tra le variabili implicate, e quindi un'interpretazione altrettanto verosimile di quei risultati è che il debito pubblico aumenti come conseguenza del rallentamento della crescita (piuttosto che il contrario), tramite gli effetti avversi della recessione su introiti fiscali e spese pubbliche¹⁰³.

Alla luce del discredito caduto sulla teoria dell'austerità espansiva, è quindi assai difficile spiegare la maniacale fedeltà mostrata dalle istituzioni di *governance* dell'UE ai precetti del Fiscal Compact, nonché l'insormontabile riluttanza ad introdurre meccanismi di mutualizzazione dei rischi macroeconomici. Difficile dunque allontanare il dubbio che

¹⁰² Cfr. O. Blanchard e D. Leigh, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, in *American Economic Review*, 103, 3, 2013.

¹⁰³ G. Irons e J. Bivens, *Government Debt and Economic Growth. Overreaching Claims of Debt "Thresholds" Suffer from Theoretical and Empirical Flaws*, in *Economic Policy Institute Briefing Papers*, 271, July, 2010. Non ha inoltre certamente giovato al prestigio della teoria dell'austerità espansiva la scoperta che i risultati di Reinhart e Rogoff erano in parte inficiati da manipolazioni arbitrarie dei dati e da alcuni grossolani errori di calcolo. Sull'argomento, cfr. T. Herndon, M. Ash, R. Pollin, *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff*, in *Cambridge Journal of Economics*, December, 2013.

l'intonazione restrittiva della politica fiscale imposta agli stati membri sia invece orientata al perseguimento di altri e meno confessabili obiettivi: ampliare l'esercito industriale di riserva e costringere gli stati membri a smantellare quel che rimane dello stato sociale, esponendo la classe lavoratrice ormai priva di difese al ricatto datoriale. La deriva recessiva delle politiche dell'Unione Europea sembra essere, in sostanza, l'esplicita ammissione dell'incapacità del capitalismo di sopravvivere senza approfondire lo sfruttamento del lavoro.

6. Conclusioni.

In questo lavoro abbiamo provato a valutare la plausibilità della lettura ortodossa della crisi economica nell'Eurozona, secondo cui la recessione dell'ultimo decennio sarebbe l'inevitabile nemesi associata alla pretesa di vivere *al di sopra dei propri mezzi*. Questa interpretazione appare difficilmente conciliabile con l'evidenza empirica. In primo luogo, la maggior parte dei Paesi interessati in maniera intensa dalla recessione non avevano esposizioni debitorie particolarmente preoccupanti prima del 2008. In secondo luogo, la lievitazione abnorme del rapporto debito/Pil registrata in alcuni stati membri dell'UE appare fondamentalmente il risultato delle operazioni di salvataggio di pezzi consistenti del sistema bancario sull'orlo del fallimento. In terzo luogo, la strategia di consolidamento fiscale, che alla luce dell'approccio ortodosso avrebbe dovuto *tranquillizzare* i mercati finanziari e rilanciare la crescita, ha avuto invece effetti decisamente recessivi sull'economia, soffocando la ripresa in gran parte dei Paesi assoggettati dalla Commissione alla sorveglianza fiscale.

La lievitazione del debito sovrano in molti Paesi dell'UE sembra invece da ascrivere in gran parte all'esigenza di evitare il tracollo verso cui la competizione selvaggia innescata dalla liberalizzazione finanziaria stava conducendo il sistema creditizio. I dati presentati sollevano infatti seri dubbi sulla diffusa opinione secondo cui i banchieri europei sarebbero stati fondamentalmente alieni dalle stravaganze finanziarie dei loro colleghi d'oltreoceano. Sembrerebbe invece che le istituzioni creditizie europee abbiano finanziato bolle speculative immobiliari con la stessa generosità di quelle statunitensi, manipolando in maniera anche più disinvolta i propri *leverage ratios*. Il comportamento imprudente di banche ed altri intermediari, calato dentro un assetto istituzionale caratterizzato

dall'assenza di strumenti di mutualizzazione dei rischi macroeconomici, sembra aver prodotto una miscela esplosiva. Di fronte al rifiuto della BCE di svolgere la funzione di prestatore di ultima istanza, infatti, gli stati membri non hanno potuto far altro che garantire il rimborso dei depositanti accollandosi i debiti delle banche insolventi. L'intonazione restrittiva imposta alle politiche fiscali degli stati membri mediante il *Fiscal Compact*, comprimendo ulteriormente la domanda aggregata e rallentando la dinamica del Pil, sembrerebbe poi aver ulteriormente peggiorato la *performance* della finanza pubblica, tramite gli effetti avversi esercitati su prelievo fiscale e spesa sociale.

Alla luce del ragionamento svolto nelle pagine precedenti, l'esplosione dei debiti sovrani appare quindi il sintomo della difficoltà del capitalismo continentale a riprodursi se non attraverso la compressione della quota dei salari sul prodotto nazionale e l'uso spregiudicato del debito privato come strumento per garantire il *riciclo* del sempre più ingente ammontare di risparmio realizzato dai capitalisti. E le politiche di consolidamento fiscale, una volta destituite di fondamento le teorie dell'austerità espansiva che pretendevano di legittimarle, si rivelano solo lo strumento attraverso cui il capitale cerca di scaricare sul lavoro i costi della crisi del modello neo-liberista di regolazione macroeconomica.

APPENDICE

Paese	Correlazioni dal 1995 al 2007	Correlazioni dal 2008 al 2016
Austria	0,054	-0,899
Belgio	0,529	-0,893
Canada	0,618	-0,807
Germania	-0,066	-0,573
Spagna	-0,09	-0,839
Francia	-0,53	-0,677
Regno Unito	0,374	-0,961
Grecia	-0,501	-0,535

Ungheria	0,655	-0,283
Italia	0,32	-0,417
Giappone	-0,17	-0,433
Lituania	0,184	-0,804
Portogallo	0,456	-0,534
Svezia	0,47	-0,741
Stati Uniti	0,095	-0,94

TAB. A1 – Correlazioni tra il rapporto Debito pubblico / PIL e il *banking sector leverage* in 15 Paesi OCSE (Fonte: OCSE).

Test di Hausman.

Dati: Debito pubblico / PIL ~ *Leverage* bancario

Chi-quadro = 647.03, gradi di libertà = 1, p-value < 0.001

Ipotesi alternativa: “è più efficiente la specificazione ad effetti fissi”

Il test di Hausman mette a confronto le due stime effettuate formulando l’ipotesi nulla (H0) secondo la quale “non vi sono significative differenze tra i due modelli” ad effetti fissi e ad effetti random. Se, in base ai risultati campionari, l’ipotesi H0 viene respinta, allora si accetta l’ipotesi alternativa: “la specificazione ad effetti fissi è più efficiente”. Si può dimostrare che ciò equivale ad accettare l’ipotesi che “il termine di errore è correlato con la variabile esplicativa” (legame che viene recepito dal modello di regressione mediante l’introduzione di distinte intercette per ogni sigolo sottoinsieme di osservazioni, ossia i Paesi). Per la stima dei dati panel con effetti fissi ed effetti random ed una breve introduzione al test di Hausman, cfr. Wooldridge J. M. (2013), *Introductory Econometrics, A Modern Approach*, Cengage Learning, V. Ed., cap. 14, e la letteratura ivi citata. Ad un livello più avanzato, v. Baltagi B. H. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley & Sons, cap. 2.

Modello ad Effetti fissi con dummy temporali, usando 135 osservazioni

Periodo temporale dal 2008 al 2016

Incluse 15 unità cross section

Lunghezza serie storiche = 9

Variabile dipendente: Debito pubblico / PIL

Errori standard robusti (HAC)

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore</i>	<i>rapporto</i>	<i>p-value</i>	
		<i>Std.</i>	<i>t</i>		
costante	102,995	4,14403	24,8539	<0,0001	***
<i>Leverage</i>	-1,01844	0,153646	-6,6285	<0,0001	***
bancario					
dt_2	8,95109	1,37919	6,4901	<0,0001	***
dt_3	14,1289	2,25635	6,2618	<0,0001	***
dt_4	20,6532	2,95242	6,9953	<0,0001	***
dt_5	27,7135	3,96683	6,9863	<0,0001	***
dt_6	27,4778	4,87067	5,6415	<0,0001	***
dt_7	33,2087	5,18057	6,4102	<0,0001	***
dt_8	33,2737	5,49964	6,0502	<0,0001	***
dt_9	34,1637	5,62578	6,0727	<0,0001	***
Media	var.	109,1683	SQM	var.	
dipendente			dipendente		43,56315
Somma	quadr.	8778,466	E.S.	della	
residui			regressione		8,892990
R-quadro LSDV		0,965480	R-quadro	intra-	
			gruppi		0,742978
Log-		-473,3545	Criterio di Akaike		
verosimiglianza					994,7090
Criterio di Schwarz		1064,436	Hannan-Quinn		
					1023,044
rho		0,762521	Durbin-Watson		
					0,306783

TAB. A2 – Modello ad effetti fissi con dummy temporali (2008-2016).

I seguenti test confermano la bontà della stima contenuta nella Tab. A2

Test congiunto sui regressori -

Statistica test: $F(1, 14) = 43,9366$

con p-value = $P(F(1, 14) > 43,9366) = 1,13531e-05$

Test robusto per la differenza delle intercette di gruppo -

Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune

Statistica test: Welch $F(14, 45,0) = 186,964$

con p-value = $P(F(14, 45,0) > 186,964) = 4,91612e-35$

Test di Wald per la significatività congiunta delle dummy temporali

Statistica test asintotica: Chi-quadro(8) = 169,679

con p-value = $1,50564e-32$

Il test di Chow

Il test di *Chow* consente di verificare se è presente un *break* strutturale nel legame lineare tra due fenomeni quantitativi rilevati nel tempo (naturalmente questa non è l'unica sua possibile applicazione). La procedura statistica su cui è basato il test consiste nel suddividere le osservazioni in due sottoinsiemi, uno per ogni periodo, il primo antecedente e l'altro seguente il tempo del presunto *break*. L'ipotesi nulla H_0 nega la presenza di tale *break* strutturale. Se, in base ai risultati campionari, le due stime, dello stesso modello applicato ai due sottoinsiemi delle osservazioni, sono tra loro significativamente diverse, allora è possibile rifiutare l'ipotesi H_0 con una minima probabilità di commettere l'errore del primo tipo (rifiutare H_0 quando è vera). In pratica, si tratta di porre a confronto la somma delle devianze degli errori stimati dai due modelli di regressione, applicati ai due sottoinsiemi di osservazioni, con la devianza degli errori della stima dello stesso modello calcolata sull'intero insieme di dati (stima *pooled*). Entrambe le devianze dei residui vanno divise per i corrispondenti gradi di libertà. Per costruzione la stima *pooled* (ottenuta dal modello detto vincolato) presenta una devianza degli errori più elevata (un minor *fitting*) rispetto a quella complessivamente ottenuta dalle stime effettuate separatamente su ognuno

dei due sottoinsiemi di dati (con il modello detto non vincolato). Se la varianza degli errori prodotta dal modello vincolato è significativamente più elevata della varianza degli errori generati dal modello non vincolato, allora si rifiuta l'ipotesi H_0 e, quindi, si accetta la presenza del *break* strutturale. La statistica del test di Chow si distribuisce come una variabile casuale di Fisher-Snedecor (con i rispettivi gradi di libertà del numeratore e del denominatore del rapporto che costituisce la formula statistica di calcolo). Per una introduzione al test di Chow, cfr. Stock J. and Watson M. W. (2005), *Introduzione all'econometria*, cit., pp. 461 e ss. oppure Greene W. H. (2011), *Econometric Analysis*, Prentice Hall, VII ed, pp. 168 e ss.

Abstract: In contrasto con l'opinione prevalente nelle istituzioni di regolazione macroeconomica dell'Eurozona, che attribuiscono la recente esplosione del rapporto debito pubblico/Pil avvenuta in alcuni Stati membri al fatto di aver vissuto " al di sopra delle proprie possibilità" , nel presente contributo suggeriamo un'interpretazione alternativa del fenomeno. Facendo affidamento su alcune evidenze empiriche, sosteniamo invece che il crescente indebitamento di alcuni Stati membri sarebbe l'effetto congiunto di tre diversi fenomeni: (a) la propensione del settore finanziario all'assunzione di elevati rischi (una caratteristica peculiare del modello neoliberista di regolazione macroeconomica), tendenza che mette periodicamente il settore pubblico di fronte alla necessità di intervenire per salvare dalla bancarotta banche e altre istituzioni finanziarie; (b) la peculiarità del modello di regolazione macroeconomica adottato dall'Eurozona, che non prevede alcun meccanismo automatico di aggiustamento degli squilibri commerciali e in cui, quindi, i flussi di capitali compensativi tendono ad innescare bolle speculative nei paesi in deficit; (c) la strategia di contrasto alla crisi scelta dall'UE, caratterizzata dall'inasprimento della già rigida disciplina fiscale prevista dal Trattato istitutivo per effetto dell'entrata in vigore del Fiscal Compact e dei cosiddetti Two Pack e Six Pack.

In sintesi, l'indagine suggerisce che l'esplosione del debito sovrano nell'UE sia una spia della crisi della filosofia neo-liberista di regolazione macroeconomica incarnata dal Trattato di Maastricht, basata sul sostanziale esautoramento dei governi dalle funzioni allocative e sul loro trasferimento alle spontanee forze di mercato. I venti anni di vita

dell'Eurozona sembrano infatti dimostrare che l'aggiustamento degli squilibri commerciali in un'area a moneta unica sia difficilmente realizzabile attraverso l'operare di mercati deregolamentati senza il supporto di politiche fiscali anticicliche.

Abstract: In contrast to the opinion prevailing in Eurozone leading institutions, attributing the recent sovereign debt crisis in some member countries to the fact of "having lived above their means", in this contribution we suggest an alternative interpretation of public debt dynamics occurred in the last decade. Relying on some empirical evidence, we argue that the rising debt/GDP ratio in EU member States is instead the joint effect of three different phenomena: (a) the propensity of banks and financial institutions to assume excessively risky portfolio structures (a characteristic feature of the neoliberal model of macroeconomic regulation), which obliged the public sector to periodically bail-out banks and other financial institutions from bankrupt; (b) the peculiarity of the Eurozone's model of macroeconomic regulation, where there is no automatic mechanism for adjusting trade imbalances, and where compensative capital flows are likely to feed speculative bubbles in deficit countries; (c) the EU strategy to tackle the crisis, characterized by a further strengthening of the already tight fiscal discipline envisaged by the Maastricht Treaty.

In summary, our investigation suggests that the explosion of sovereign debt in the EU reveals the crisis of the neo-liberal philosophy of macroeconomic regulation embodied in the Maastricht Treaty, based on a massive transfer of allocative functions from governments to market forces. However, these twenty years of Eurozone's life seem to testify that the adjustment of trade imbalances in a single currency area is difficult to achieve by simply relying on the working of deregulated markets, without the support of countercyclical fiscal policies.

Parole chiave: debito sovrano – finanziarizzazione – governance globale – leverage bancario – bailout – Fiscal Compact – austerità espansiva – crisi globale.

Key words: sovereign debts – financialization – global governance – banking sector leverage – bailout – Fiscal Compact – expansive austerity – global crisis.