

ATIF MIAN

The Hidden Roots of Our Debt Crisis

Banca d'Italia

Lezioni Paolo Baffi
di Moneta & Finanza

Banca d'Italia
Lezioni Paolo Baffi
di Moneta & Finanza

ATIF MIAN

THE HIDDEN ROOTS OF OUR DEBT CRISIS



ROME, *24 November 2025*

Banca d'Italia
Lezioni Paolo Baffi
di Moneta & Finanza

ATIF MIAN

LE RADICI NASCOSTE DELLA NOSTRA CRISI DEL DEBITO

ROMA, *24 novembre 2025*

Grafica e stampa a cura
della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

CONTENTS

The Hidden Roots of Our Debt Crisis		9
1.	Introduction	10
	The hidden roots	12
2.	The Saving Glut of the Rich	15
	The role of corporate saving in the saving glut of the rich	18
3.	The Indebted Demand Effect	19
	Heterogeneity in marginal propensity to consume out of wealth	26
4.	Fiscal Policy: The Goldilocks Conundrum	27
5.	The U.S. debt super cycle	33
6.	Why is the supply-side so inelastic?	37
7.	The global debt super cycle	40
	The rise of global top-end inequality and state capitalism	40
	The global dependence on debt for generating demand	43
	Global fiscal dominance	45
8.	Concluding Remarks and Future Options	49
References		53

SOMMARIO

Le radici nascoste della nostra crisi del debito		55
1.	Introduzione	57
	Le radici nascoste	60
2.	L'eccesso di risparmio dei ricchi	63
	Il ruolo del risparmio societario nell'eccesso di risparmio dei ricchi	67
3.	Il meccanismo della domanda trainata dal debito	69
	Eterogeneità nella propensione marginale al consumo rispetto alla ricchezza	77
4.	Politica di bilancio: il dilemma di Goldilocks	78
5.	Il superciclo del debito statunitense	85
6.	Le ragioni dell'anelasticità dal lato dell'offerta	90
7.	Il superciclo del debito mondiale	93
	L'aumento a livello globale della disuguaglianza legata alle fasce di reddito apicali e del capitalismo di Stato	93
	La dipendenza globale dal debito per sostenere la domanda	97
	La dominanza fiscale a livello globale	99
8.	Osservazioni conclusive e prospettive future	103
Riferimenti bibliografici		107

The Hidden Roots of Our Debt Crisis

Atif Mian[*]

Baffi Lecture 2025

Abstract

The steady rise of global debt relative to GDP over the past half-century has created a "debt supercycle" that now poses serious macroeconomic risks. Its roots lie in persistent saving gluts driven by rising top-end inequality and the expansion of state capitalism. Rather than financing productive investment, these excess savings have been channeled largely into unproductive debt that supports consumption, generating a long-run indebted demand force that has pushed interest rates toward the zero lower bound (ZLB). The Great Recession of 2008 marked the moment when private credit could no longer sustain demand at the ZLB; debt creation shifted to the public sector to fill the gap. But reliance on sovereign debt exposes the economy to a "Goldilocks challenge": if deficits grow too large, whether from unfunded pensions or war risk, debt dynamics can turn unstable.

[*] Princeton & NBER. It is a great honor to have been invited to deliver the seventeenth Paolo Baffi Lecture on Money and Finance. I am grateful to the Bank of Italy and the selection committee for this privilege. I also thank Amil Mumssen for superb research assistance.

1. *Introduction*

The world today is awash in debt. Never before in recorded history has the global economy been so highly leveraged relative to the output it generates. Global debt – public plus private – now stands at about 235% of world GDP.[1] Since the early 1980s, households, firms, and governments in major economies have steadily taken on more debt relative to their income, driving this build-up. Figure 1 shows the long-run evolution of debt in the postwar period for the United States – the financial capital of the world. Total credit includes federal public debt and private debt owed by households and the non-financial corporate sector. After remaining relatively stable for several decades after World War II, total debt relative to GDP has almost doubled since 1980. A similar pattern holds globally, with world debt-to-GDP ratios accelerating sharply since the 1980s (International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department (2024)).

High debt levels pose risks on multiple fronts. A one-percentage-point increase in interest rates today imposes far more strain on the balance sheets of indebted households and governments than it did five decades ago. Long-term interest rates have already drifted higher in recent years, partly reflecting worries about large fiscal deficits and rising public debt. Against this backdrop, questions about the sustainability

[1] See IMF Global Debt Database 2025.

of global debt have become more urgent. This lecture asks a simple question: why has global debt risen almost continuously over the past four to five decades? It is a question that has received remarkably little attention in economics to date.

Figure 1

Credit to GDP



Before turning to an answer, two preliminary observations are crucial. First, at the level of the world economy, net debt is always zero: every dollar of debt is simultaneously a liability for one party and an asset for another. Understanding why global debt has risen so much is therefore equivalent to understanding why so much credit is being supplied and held as an asset. Second, it is useful to distinguish between two broad types of borrowing: debt that finances consumption expenditures and

debt that finances investment expenditures. I will refer to the former as *unproductive* and the latter as *productive* debt, because they differ fundamentally in their long-run macroeconomic implications, as I will discuss below.

Typical discussions of "debt booms" focus on cyclical boom-bust episodes. It is relatively easy to explain away rapid debt accumulation over a few years as the result of animal spirits, lax regulation, or monetary policy mistakes. By contrast, the sustained, decades-long rise in debt across much of the world calls for a deeper, structural explanation. What is the underlying, "hidden root" of our long-run dependence on debt? We need an empirically grounded equilibrium framework that can explain the sustained rise in global debt.

The hidden roots

Few figures in American economic history have been as transformative as Marriner Eccles, the Utah banker turned public servant who helped redefine the modern Federal Reserve system during his leadership from 1934 to 1948. His economic thinking emerged from firsthand experience in the Great Depression, where he saw purchasing power collapse among ordinary households even as financial wealth concentrated among a narrow elite. In his 1933 Senate testimony, he warned that excessive saving by the wealthy was draining demand and deepening the downturn:

It is utterly impossible, as this country has demonstrated again and again, for the rich to save as much as they have been trying to save, and save anything that is worth saving.

- Marriner Eccles (former Chair, U.S. Federal Reserve)

At the time Eccles spoke, inequality in the United States was extremely high, with the top 1 percent holding roughly 42 percent of all wealth. Within a decade, however, the landscape changed dramatically. World War II mobilization and progressive taxation reduced inequality and restored balance between spending and production. The underlying problem that Eccles emphasized faded from public memory as the U.S. economy went through a long period of sustained and more broadly shared growth.

However, the core issue that Eccles identified returned with force starting in the 1980s, as inequality climbed again: the top 1 percent's wealth share rose from about 22 percent in 1980 to roughly 35 percent in 2010 and beyond. The income share of the top 1% rose from 10% in 1980 to 20% in 2023 – a 10-percentage-point increase. Similar trends are evident in other major advanced economies. Between 1980 and 2023, the top 1% income share rose by 7 percentage points in the U.K., 4.5 percentage points in France, 1.5 percentage points in Germany, 9 percentage points in China, and 2.9 percentage points in Japan.

As more income and wealth concentrated at the top, the pattern Eccles warned about re-emerged: chronic excess

saving by the rich on one side, and a struggle to sustain demand and employment on the other. This persistent mismatch between the supply of saving and the demand for productive investment has created a structural imbalance. The result has been an unprecedented rise in debt, driven primarily by an expansion of "unproductive" debt.

The same forces that fueled unproductive debt also help explain a second key feature of the post-1980 world: the secular decline in long-run interest rates. Figure 2 shows the long-run evolution of the 10-year real interest rate published by the Cleveland Federal Reserve.[2] The sharp rise in global indebtedness since the 1980s was accompanied by a steady fall in the real price of safe debt. The 10-year real safe rate declined from around six percentage points in the early 1980s to roughly zero in the post-2008 era, before rising again in recent years.

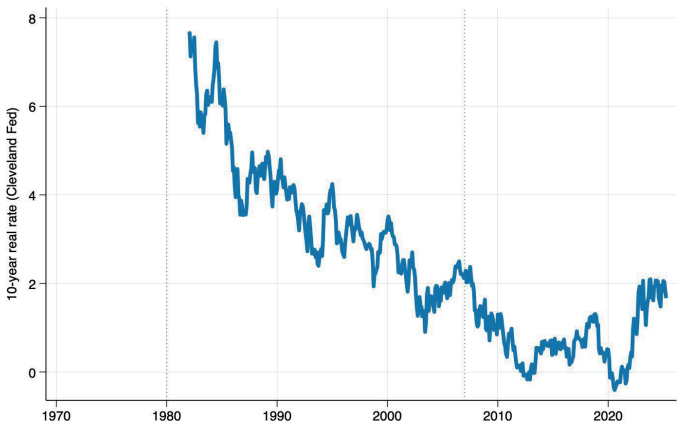
The rise in extreme inequality, and the resulting saving gluts that Eccles warned against, is the common hidden root behind the big rise in global debt. Because the forces behind the rise in debt are deep and structural, even the Great Recession of 2008 – driven in large part by a rapid run-up in private debt – failed to reduce total debt levels. Instead, overall debt continued rising, as sovereign public debt increasingly replaced private debt growth after 2008. I next turn to how high inequality creates

[2] The real interest rate series starts in 1982, as the very volatile inflation environment before that makes it difficult to construct a reliable expected real rate series.

saving gluts that necessitate a rise in debt, in order to absorb the saving and generate sufficient demand in equilibrium.

Figure 2

Interest rate over time



2. *The Saving Glut of the Rich*

The global rise in extreme inequality significantly boosts the availability of savings because the wealthiest households save at much higher rates than the rest of the population. The left panel of Figure 3 shows median saving rates by wealth percentile groups in the U.S., derived from the Survey of Consumer Finances for nationally representative households tracked from 1983 to 1989. It reveals stark disparities: the bottom 50% of households essentially live hand-to-mouth, with zero savings. Households in the 51st-90th percentile

save at a rate of 9.7%, and those in the 91st-99th percentile save at 33.3%. In contrast, the saving rate for the top 1% reaches 49.8%, over seven times higher than the rest of the population.

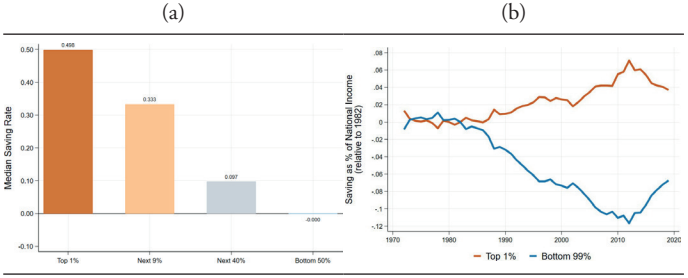
The substantial gap in saving rates between the top 1% and the rest of the population means that as income distribution shifts toward the wealthiest households, the savings supply from this group significantly expands. This is precisely what occurred in the United States, beginning in the 1980s. The right panel of Figure 3 illustrates the ten-year moving average of total savings contributed by the top 1% as a share of national income, with values normalized relative to 1983 levels. These annual savings figures for the top 1% are derived from tax-filing data using the imputed wealth methodology developed by Mian et al. (2025b).

Between 1963 and 1983, savings contributed by the top 1% as a share of national income remained stable. However, precisely as inequality began to rise, these savings significantly increased. At their peak, annual savings from the top 1% alone rose by more than 6% of national income. We term this substantial rise the "Saving Glut of the Rich". The annual savings flow from the top 1% increased by 2.9 percentage points of national income on average after 1982. In 2024-dollar terms, this represents an additional savings flow coming from the wealthiest top 1% of over $680 billion every year from 1982 onward.

Importantly, the rise in the Saving Glut of the Rich did not stem solely from rising inequality; the savings rate of the top 1% itself climbed further over the last three decades, amplifying their total contribution to national savings. In particular, the top 1% savings rate rose from 42.9% during 1963-1982 to 53.6% afterwards. An increase of this magnitude in savings from the very rich must be absorbed elsewhere in the economy. So where did these additional savings from the top 1% flow?

Figure 3

Saving across the wealth distribution



Let θ_{top1} and θ_{bot99} represent total private savings from the top 1% and the bottom 99%, respectively. The national accounting identity linking these variables is given by:

$$\theta_{top1} + \theta_{bot99} = I^n + F - S^g$$

where I^n denotes net investment, F the current account, and S^g government savings. This identity must hold every year. While private savings rapidly increased as a share of

national income, net investment as a percentage of national income remained flat or even declined. Additionally, the U.S. consistently ran a current account deficit, and government deficits did not expand significantly until after 2008. This raises the question: Where did the increased savings from the top 1% ultimately go?

The right panel of Figure 3 provides the answer. The increased savings from the top 1% were absorbed by the bottom 99% through borrowing (and thus dissaving). In fact, the rise in dissaving by the bottom 99% exceeded the additional savings from the top 1%, as the lower-income group also absorbed the expanding U.S. current account deficit driven by the global saving glut.

The role of corporate saving in the saving glut of the rich

An important vehicle for the saving of the rich – especially the very rich – is the corporate sector. Chen et al. (2017) document a substantial rise in global corporate saving. Because corporate ownership is far more concentrated than income, higher corporate saving naturally maps into a larger saving glut at the very top. Since around 1980, the share of private saving channeled through corporations has steadily increased.

The link between corporate saving and top-end income shares is reinforced by tax incentives. Many countries favor corporate over personal saving, making it tax-efficient for

wealthy households to accumulate wealth inside firms. Corporate saving accumulates on company balance sheets and is capitalized into stock prices, so part of observed capital gains reflects new saving rather than pure revaluation. Mian et al. (2025b) develop a methodology to adjust for this by imputing the asset-price component of capital gains while ensuring that total private saving remains consistent with the national accounts, thereby avoiding the misclassification of accumulated saving as mere asset price appreciation.

The crucial insight from this section is that rising top-end inequality in the U.S. generated substantial surplus savings from the wealthiest households. Importantly, these savings did not fuel increased real investment. Instead, they financed borrowing and dissaving by other households. The financial sector facilitated this process, and it remains an open and important question why it directed these surplus savings into debt-driven consumption rather than productive investment. The fact that the rising saving of the very rich was channeled into *unproductive* debt financing consumption, rather than *productive* debt financing investment, has important general-equilibrium implications, which I turn to next.

3. The Indebted Demand Effect

When the growing saving glut of the rich is absorbed through unproductive borrowing to finance consumption

rather than investment, it generates an "indebted demand" effect in general equilibrium that exerts downward pressure on interest rates. The key to this mechanism is that the interest rate at which the private sector borrows for consumption, R^{priv}, exceeds the average growth rate of its income, G, which in turn coincides with the growth rate of the economy. When $R^{priv} > G$, borrowers' debt burdens tend to rise faster than their incomes, forcing them to reduce future spending. This drag on future demand is the essence of indebted demand, and in general equilibrium it pushes the real interest rate required to sustain full employment downward.

Mian et al. (2021) develop a formal model that makes this mechanism precise. The key ingredient is non-homothetic preferences: as households become richer, they choose to save a larger fraction of their permanent income. Technically, this is equivalent to allowing wealth to enter directly into the utility function. As inequality deepens and a larger share of national income flows to households with strong wealth-driven saving motives, the supply of credit expands and the equilibrium real interest rate is pushed downward.

This increased supply of credit from the wealthy reduces interest rates, which in turn inflates asset prices. Higher asset values enhance collateral, enabling the broader population to borrow more and increase consumption – creating debt-driven "indebted demand." However, this debt-driven demand expansion is unsustainable in the long term, as

growing interest burdens gradually suppress future demand. Consequently, maintaining indebted demand necessitates a continual decline in the long-run equilibrium interest rate, or r*. In short, rising extreme inequality expands the supply of credit coming from the top 1%. These increased savings have not gone into more productive investment, but rather toward borrowed consumption. However, borrowed consumption – or indebted demand – exerts downward pressure on future interest rates as indebted consumers try to service their debt burdens. The indebted demand framework thus links rising inequality to growing dependence on debt-driven consumption and persistently falling interest rates.

The central insight of the indebted demand framework is illustrated in Figure 4, which plots the long-run equilibrium between the demand for and supply of savings. The intersection of these curves determines the long-run natural interest rate, denoted by *r*. Holding other factors constant, a decrease in r increases the demand for debt, rendering the demand curve downward-sloping, as is standard in most economic models. Notably, the supply curve for savings also slopes downward. This occurs because wealthier savers are also more patient – a consequence of non-homotheticity of preferences. Therefore, as savers become wealthier, the interest rate needed to make them indifferent between saving and not saving has to be lower.

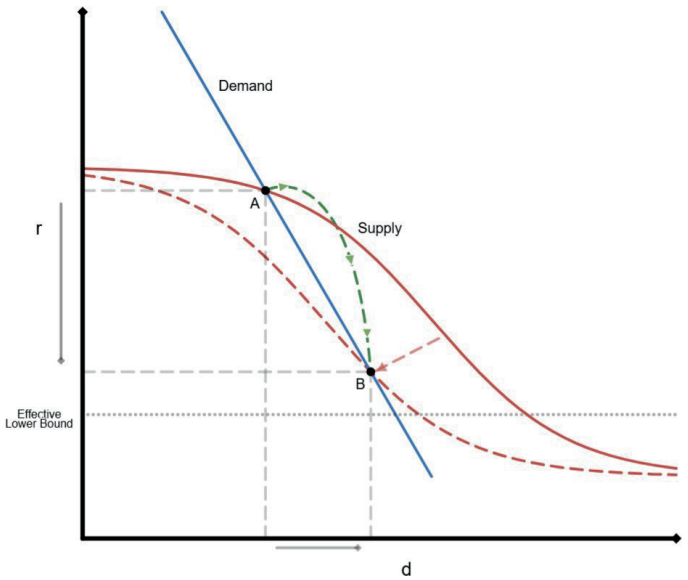
The initial long-run equilibrium, denoted by point "A" in Figure 4, can be thought of as representing conditions around 1980. Now consider a permanent increase in income inequality, specifically an increase in the income share captured by the top 1%. With non-homothetic preferences, rising inequality shifts the long-run savings supply curve inward. For any given level of total assets (equivalently, total debt, since debt is the sole asset in this simplified economy), higher inequality reduces the effective discount rate because a larger share of income accrues to households inclined to save more. This inward shift of the supply curve moves the long-run equilibrium from point "A" to point "B". The dashed green line depicts the short-run transitional dynamics as the economy adjusts between these steady states. Thus, the indebted demand framework effectively explains the key observed long-run correlation since 1980-rising debt accompanied by declining interest rates.

Another significant structural shift beginning in the 1970s, following the collapse of the Bretton Woods system, was the increased financialization of the global economy. Financial markets experienced rapid liberalization during the 1980s, characterized by reduced barriers to cross-border capital flows as numerous countries transitioned to flexible exchange rates. Concurrently, the United States underwent substantial financial deregulation, including bank-branching liberalization, making capital markets increasingly central. Consequently, financial

institutions began to rely more heavily on capital markets through practices like securitization and wholesale financing.

Figure 4

Rise In Inequality



A major implication of this financialization was the emergence of easier access to credit. Borrowers could more readily obtain loans, particularly by leveraging assets such as homes and automobiles. Unsecured credit also expanded notably with the proliferation of credit cards and related financial products that allowed for greater pledgeability of future income by borrowers. From a macroeconomic

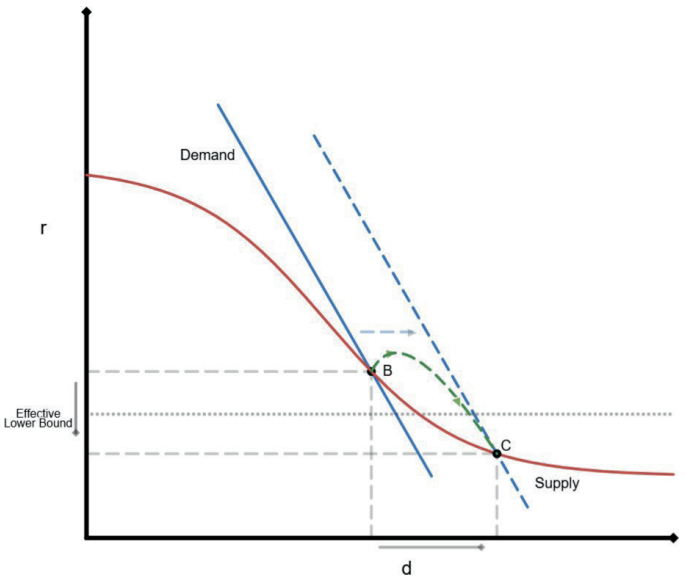
perspective, financialization can be conceptualized as shifting the long-run demand curve for credit outward, enabling borrowers to pledge a larger share of their future income. Figure 5 demonstrates the effects of this shift in credit demand, starting at equilibrium point "B" in Figure 4. Remarkably, increased financialization produces the same long-run effects as heightened inequality: a permanent rise in credit demand elevates the steady-state level of borrowing and simultaneously *lowers* the long-run equilibrium interest rate. The intuition that increased credit demand reduces the long-run equilibrium interest rate may seem counterintuitive, yet it is fundamental to the indebted demand framework.

Initially, higher credit demand raises interest rates due to increased borrowing – a conventional short-run response depicted by the green dashed line in Figure 5, illustrating the economy's transition from point "B" to the new equilibrium "C". This short-term interest-rate increase reflects the immediate stimulative effect of additional borrowing and spending. However, increased borrowing eventually constrains future demand as borrowers repay loans at higher interest rates. Because creditors typically represent wealthier individuals with higher savings rates, debt repayments re-distribute income towards households less inclined to spend, thereby reducing aggregate demand. The redistributional drag on demand ultimately dominates, driving the long-run equilibrium interest rate downward. The economy settles

into a new equilibrium "C" characterized by elevated debt-to-GDP ratios and lower equilibrium interest rates.

Figure 5

Rise in Financialization



Central to the indebted demand dynamic – which drives credit upward and interest rates downward amid rising inequality or rising financialization – is the reality that $R^{priv} > G$, i.e. the private borrowing rate R^{priv} typically exceeds the economic growth rate G. Both macroeconomic models and empirical evidence confirm that households consistently borrow at rates higher than the growth rate of average incomes. This fundamental imbalance makes

increasing indebted demand inherently unsustainable unless interest rates continuously decline.

But what occurs if rising inequality and consequent debt dependency drive the equilibrium interest rate below the effective lower bound?[3] This is illustrated in Figure 5 with the equilibrium interest rate in "C" being below the effective lower bound for the economy. Under such conditions, the economy falls into a liquidity trap and experiences a demand-driven recession. Crucially, this liquidity trap becomes persistent: as long as high inequality and substantial savings among the top 1% continue to exert downward pressure on interest rates, the economy remains trapped indefinitely in a debt-driven liquidity crisis. Thus, unlike typical Keynesian models, the liquidity trap in an indebted demand world is permanent.

Heterogeneity in marginal propensity to consume out of wealth

The indebted demand framework can also be expressed in terms of heterogeneity in the marginal propensity to consume out of wealth. A natural implication of non-homothetic preferences is that as individuals become wealthier, their propensity to consume out of each additional dollar of wealth declines. When interest rates fall, asset prices – and hence wealth – rise, and this wealth effect translates into higher

[3] ELB can be the traditional zero lower bound (ZLB) on the short nominal rate set by a central bank.

aggregate demand. But the demand response is much stronger for households below the very top of the wealth distribution.

In practice, the wealth effect can feed into consumption through several channels. First, households that are already saving can cut back on saving when capital gains make them feel "wealthier." Second, they may borrow against higher collateral values through cash-out refinancing and spend the proceeds. Third, younger households buying into more expensive housing with higher leverage effectively "release liquidity" to older households selling the property, who may then raise their consumption. This cross-generational transfer of capital gains has the same macroeconomic effect as a homeowner increasing consumption via cash-out refinancing. Indeed, Mian et al. (2025b) show that the dissaving through additional borrowing by households between the 51st and 99th percentiles of the wealth distribution is roughly equal to the capital gains they experience on their housing wealth. Thus, the rise in asset prices induced by falling interest rates is a key channel through which the saving glut of the rich is accommodated in the economy.

4. Fiscal Policy: The Goldilocks Conundrum

The indebted demand channel allows the saving glut of the rich to be absorbed in the form of debt that finances the consumption by households below the top of the wealth

distribution, i.e., saving by the very rich finances dissaving by the rest. However, this debt is unproductive in the sense that it does not generate any real return, and is serviced at a private borrowing rate R^{priv} that exceeds the growth rate of income G. As a result, the debt exerts persistent downward pressure on the natural rate of interest. If inequality remains high, and inter-generational mobility is low, the indebted demand mechanism will eventually push the economy toward a chronic shortfall of demand, a permanent recession or a liquidity-trap equilibrium.

There is, in principle, a way out of this dynamic if there exists a borrower willing to finance consumption by issuing debt at an interest rate below the growth rate of the economy. In many advanced economies, governments have historically been able to borrow at such rates because safe public debt carries a convenience yield. This creates a role for fiscal policy in addressing the long-run problem posed by indebted demand: by issuing debt at $R^{gov} < G$ and using the proceeds to sustain aggregate demand, the public sector can help absorb the saving glut of the rich without triggering the destabilizing dynamics associated with unproductive private debt.

Mian et al. (2025a) demonstrate that if the government's borrowing rate is sufficiently low – specifically $R^{gov} < G$ – then running large and persistent primary deficits can effectively lift the economy out of the liquidity trap. Thus when private debt no longer generates sufficient demand, fiscal policy can

step in by maintaining sustained primary deficits. Notice that the use of fiscal policy here is quite different from the usual Keynesian motivation in the midst of a recession. The typical Keynesian prescription argues for a *temporary* boost in government spending to compensate for short term demand deficiency due to price rigidity. However, when demand deficiency is driven by saving glut of the rich, and its accompanying indebted demand effect, the fiscal deficit needed in response needs to be permanent in principle.

When $R^{gov} < G$ in an economy constrained by the effective lower bound, governments have the capacity to run fiscal deficits without the need to finance these deficits in the future, thanks to the expansionary impact of government spending. However, this borrowing capacity is not unlimited. Governments face a downward-sloping demand curve for their debt, characterized by the semielasticity of borrowing costs with respect to amounts borrowed, denoted as ϕ.

While the convenience yield grants governments a low cost of borrowing, increasing borrowing relative to GDP eventually raises overall financing costs, with incremental costs determined by ϕ. Extensive empirical research has measured this elasticity in advanced economies. Mian et al. (2025a) demonstrate that once a government accumulates sufficient deficits to escape the liquidity trap, any additional debt will push up interest rates. Specifically, governments can theoretically maintain primary deficits as long as $R^{gov} < G - \phi$,

without incurring future fiscal adjustments through increased taxes or reduced spending. However, beyond this threshold, even if $R^{gov} < G$ – the condition $R^{gov} < G - \phi$ implies that governments again face conventional trade-offs due to rising deficits.

The purple arc in Figure 6 illustrates the debt-deficit locus in a balanced economy that is not threatened by ZLB. The arc refers to all debt-deficit combinations that are sustainable in the long-run with $R^{gov} < G$. However, it is only at the upward sloping part of the arc where there exists a "free lunch": the government can slightly raise primary deficit, without ever having to pay for it, as the economy settles at a slightly higher permanent debt to GDP ratio. The existence of the free lunch is a consequence of the convenience yield that government debt enjoys. However, the maximum primary deficit that the government can run persistently is denoted by the maximum height of the arc, and occurs when $R^{gov} = G-\phi$. Any additional primary deficit above it is unsustainable in the long run, even though $R^{gov} < G$, because $R^{gov} > G-\phi$.

Next, consider a significant rise in inequality, of the sort seen since the 1980s. Figure 6 shows that a rise in inequality expands fiscal space, but also raises the possibility of the economy hitting the effective lower bound if deficit and debt are too low. This possibility arises because of the saving glut of the rich, and the limits on how much indebted demand can be generated by private debt alone. The expansion in fiscal space occurs because

government bonds are held by the rich in equilibrium, and an increase in inequality expands the demand for government debt and hence its convenience yield. The debt-deficit locus thus expands outwards as inequality rises.

Figure 6

Deficit-debt diagram - Rise in Inequality

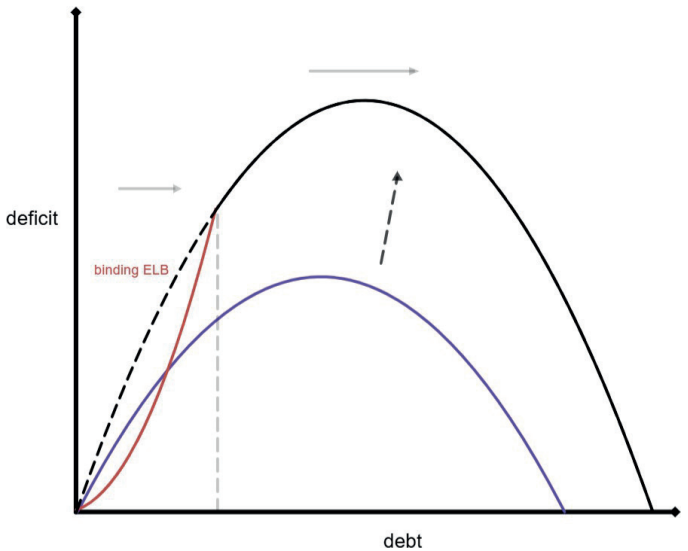


Figure 6 illustrates that, in the presence of high inequality, fiscal deficits are *required* to keep the economy from slipping into a liquidity trap. In the debt-deficit space, this is captured by the red kinked line: fiscal policy must keep deficits at or above this line to avoid the liquidity-trap region. At the same time, if deficits persistently rise beyond the peak

of the debt-deficit locus, higher interest rates eventually render public debt unsustainable. Together, these constraints define a narrow "Goldilocks zone" for fiscal policy: deficits must not be "too cold," pushing the economy into a liquidity trap, nor "too hot," driving debt onto an unsustainable path.

Our calibration using recent U.S. data indicates that the United States may have exceeded this optimal range in recent times. The current combination of borrowing costs and deficit levels suggests the U.S. economy is now incurring tangible risks from maintaining excessive deficits. The data suggest that the U.S. will have to undergo some fiscal adjustment eventually, through a combination of higher revenues or reduced spending.

This reliance on debt-driven demand thus introduces a new type of economic fragility: fiscal policy must navigate a narrow path. On one side, deficits that are too small risk plunging the economy into recession and hitting the effective lower bound. On the other hand, deficits that become excessively large raise borrowing costs and heighten debt-sustainability concerns, potentially triggering self-reinforcing financial pressures.

Even if a government carefully calibrates fiscal policy to remain within the Goldilocks zone, external factors can shift its boundaries, necessitating continuous adjustment. For instance, increased inequality could expand fiscal space by raising demand for government bonds. Conversely,

if top-income savers scale back or inequality decreases, demand for bonds might weaken, pushing interest rates upward and narrowing fiscal capacity. Moreover, the convenience yield itself can fluctuate due to speculative market forces; asset prices are known to deviate from their long-term fundamentals – a phenomenon known as the "excess volatility puzzle".

Governments aiming to remain within the Goldilocks range must thus be prepared to adjust fiscal policy proactively to respond to potentially adverse market shifts. Fiscal policy management will need to be highly adaptive and nimble. However, doing so effectively is extremely difficult in practice. In reality, fiscal policy decisions are not made by technocrats in isolation; they are deeply influenced by political dynamics. Political gridlock, disagreements, and delays in policy decisions are common, and politically it is typically easier to expand fiscal deficits than to enact the often unpopular measures required to reduce them.

5. The U.S. debt super cycle

The dynamics of the U.S. debt supercycle since the 1980s align closely with this framework. The persistent rise in the top income share, combined with the global saving glut flowing into U.S. assets, drove a rapid expansion of credit. The left panel of Figure 7 decomposes the

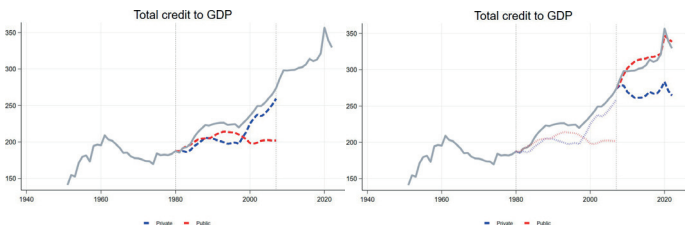
growth in total U.S. credit since 1980 into private credit (household and non-financial corporate) and public credit (government). It shows that from 1980 until the onset of the Great Recession in 2008, the increase in total debt was driven primarily by the private sector – and in particular by U.S. households.

The rise in private debt reflects the indebted demand needed to absorb the saving glut of the rich. But this same mechanism put persistent downward pressure on interest rates, and once the Great Recession of 2008 pushed rates up against the zero lower bound (ZLB), private borrowing could no longer be expanded to sustain demand. At that point, large government deficits stepped in, as described by the fiscal framework above. The right panel of Figure 7 shows that since 2008, virtually all growth in total credit has been driven by rising government debt.

Figure 7

Credit to GDP Decomposition by Private and Public

(a) (b)



Public and private debt-to-GDP series are sourced from the IMF Global Debt Database.

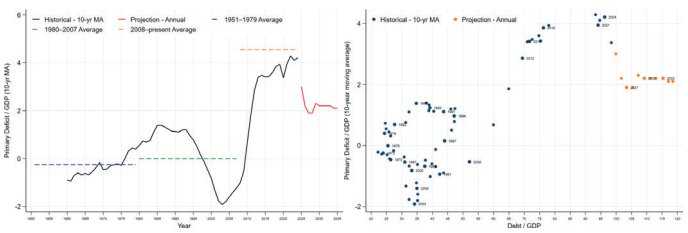
The reliance on government debt to generate demand post-Great Recession had a dramatic effect on U.S. primary deficit. The left panel of Figure 8 plots the ten-year moving average of primary deficit to GDP for the U.S. The United States has had a primary balance *on average* in the post-WWII period until 2008. However, there has been a massive rise in primary deficits since the Great Recession. In particular, the U.S. has run an average primary deficit of 4.5 percentage points of GDP since 2008. While CBO projects long-run primary deficit to settle at around 2 percentage points of GDP under current law, there is considerable uncertainty around it.

The right panel of Figure 8 plots the deficit-debt diagram for the U.S. since WWII. It highlights the unusual current fiscal position for the U.S. Both the primary-deficit-to-GDP and debt-to-GDP ratios are at historic highs, and as our calibration suggests, quite likely outside of the sustainable long-run path.

Figure 8

Primary Deficit and Debt

(a) Primary Deficit (b) Deficit-Debt diagram



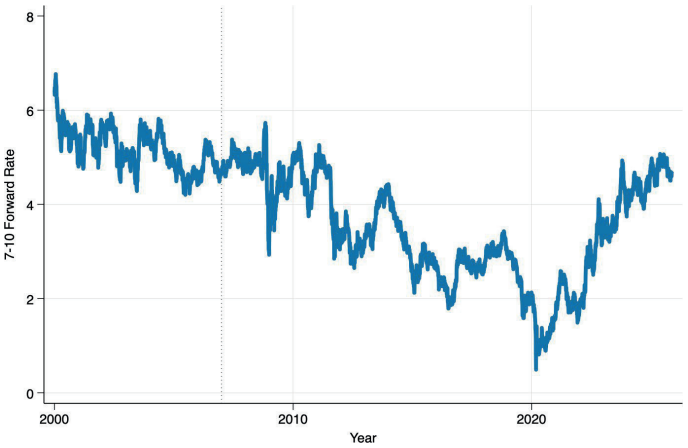
The bottom line is that relying on fiscal policy to address structural problems linked to rising inequality carries substantial risks. Indeed, there are compelling reasons for heightened concern about fiscal sustainability now. A sustained primary fiscal deficit exceeding two percent of GDP may pose significant debt sustainability risks for the United States. In recent years, the U.S. deficit has consistently surpassed this threshold even amidst a relatively tight labor market, prompting markets to raise long-term interest rate expectations.

Figure 9 illustrates the 7-10-year forward interest rates for the U.S. from 2000 through early 2025. After declining for decades, long-term interest rate expectations reversed sharply following the substantial fiscal expansions during the COVID-19 crisis. These expectations have now risen to levels not seen since before the 2008 Great Recession. The surprise inflation shock after COVID, continued large deficits, and heightened political risks in the aftermath of the 2024 elections have all contributed to pushing future interest rate expectations higher.

The recent evolution of U.S. debt and deficits, together with the sharp rise in forward rates after COVID, suggests that the federal government has been unable to credibly commit to keeping its primary deficit within the Goldilocks zone. Concerns about emerging fiscal dominance are pushing long-term rates higher, amplifying macroeconomic risks in an economy burdened by historically high levels of both private and public debt.

Figure 9

7-10 Forward Rate



6. Why is the supply-side so inelastic?

The build-up of debt in U.S. and elsewhere is closely linked to the expansion of unproductive borrowing used to finance consumption rather than investment. This naturally raises a supply-side question: why has the financial system not been able to channel abundant savings into productive investment? Understanding this failure of intermediation is central to making sense of the global debt super cycle.

At the most basic level, the global rise in saving could, in principle, have financed a commensurate expansion in productive investment. Empirically, however, this did not

happen: global investment did not increase in line with available savings. In other words, the aggregate supply side appears to be extremely inelastic. Understanding why investment has been so unresponsive to the saving glut is a central puzzle for economists.

One manifestation of this inelasticity is shown in Figure 10(a), which plots the wealth-to-income and capital-to-income ratios for the United States. As interest rates fell, asset valuations rose and the wealth-to-income ratio increased. Yet the investment-to-income ratio did not rise, leaving the capital-to-income ratio relatively flat. Standard *Q*-theory of investment implies that, absent very large adjustment costs or other frictions, higher market valuations (higher *Q*) should induce an expansion of physical capital. The fact that this did not occur in the U.S. points to a highly inelastic aggregate investment sector.

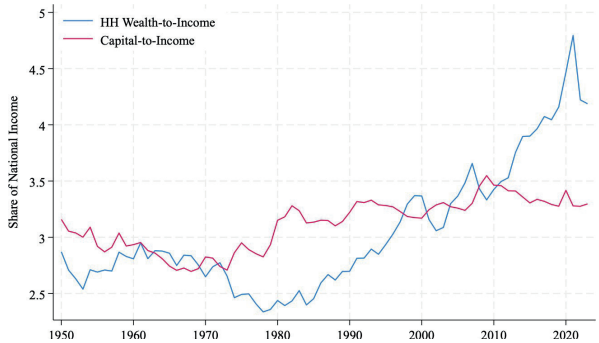
The U.S. stock market tells a similar story. Panel (b) of Figure 10 plots the cyclically adjusted price-earnings ratio popularized by Robert Shiller.[4] This ratio is currently close to historical highs and has trended upward over time as long-term interest rates have declined. Yet, despite these rich valuations —aside from the recent upswing in AI-related spending— corporate investment has remained subdued relative to equity prices. This disconnect between high *Q* and modest investment is further evidence of inelastic aggregate investment.

[4] Data source: Shiller PE Ratio.

Figure 10

Inelastic Supply-side

(a) Wealth and Capital to income



(b) Shiller CAPE ratio



Why, then, is aggregate investment apparently so inelastic? One possibility is rising market power: a growing body of evidence suggests that markups and concentration have increased over recent decades, weakening the competitive pressure to expand capacity. A second possibility is regulation and other policy-induced supply-side restrictions that limit the responsiveness of investment. A third possibility is that very low interest rates endogenously make the supply side

more inelastic by reducing market competition, as in Liu et al. (2022). Finally, a fourth possibility is agency problems in the financial sector, where investment decisions are delegated to managers with potentially myopic incentives. If productive investment requires patient, long-term commitment, financial markets may fail to supply the necessary horizon. Regardless of the precise mechanism, the empirical fact remains that investment has not responded strongly to increased saving in the global economy. As a result, the financial sector has absorbed excess saving primarily by financing consumption expenditures – through both the private and the public sectors.

7. The global debt super cycle

So far, I have focused on the United States in explaining the forces behind rising debt and their consequences for the broader economy. But the saving glut phenomenon is not uniquely American; it characterizes the global economy as a whole.

The rise of global top-end inequality and state capitalism

The rise of China and the East Asian "tiger" economies has led to some convergence in income per capita across countries, although large gaps remain. At first glance, this

convergence might suggest that global inequality has declined and that the argument developed for the United States does not carry over to the world as a whole. That conclusion would be mistaken.

Recall that saving rates rise nonlinearly across the wealth distribution. For individuals between the 0th and 50th percentiles, saving rates are essentially zero: these households live hand-to-mouth with little or no net saving and therefore contribute very little to the supply of loanable funds. We should of course celebrate the rise in incomes among such households globally, but their improved living standards have limited direct impact on the market for savings and on financial markets. Saving rates begin to rise above the 50th percentile and then jump sharply at the very top of the wealth distribution. The natural implication is that what matters for aggregate saving is not a broad measure of inequality such as the Gini coefficient, but the share of income accruing to the very top, such as the top 1%.

The share of income accruing to the global top 1% has risen markedly in recent decades. Figure 11 documents this increase in top-end inequality. Because tax avoidance and evasion are particularly pronounced at the very top of the distribution – especially in some fast-growing economies – these series likely understate the true rise in income captured by the richest households. A complementary indicator of

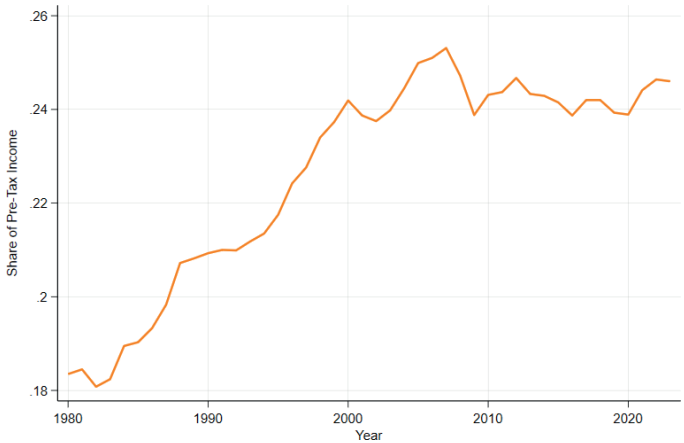
rising income and saving at the top is global corporate saving, which has also increased substantially Chen et al. (2017).

A second important force behind the global rise in saving is the growing dominance of forms of state capitalism that promote high saving rates through various policy instruments. In many East Asian economies, including China, governments have used wage and financial repression to channel resources toward a high-saving corporate sector. When wage growth is restrained relative to productivity, a larger share of value added accrues to profits, which are largely saved (i.e., reinvested). Likewise, when domestic interest rates are kept artificially low, as has been the case in China, households and depositors receive below-market returns while firms enjoy cheaper funding, again boosting corporate saving.

Large surpluses in oil-exporting countries, where the energy sector is often state-dominated, have also added to global saving. In addition, several high-growth economies – notably China, Korea, and other East Asian countries – have actively pursued policies of large-scale reserve accumulation through their central banks. Taken together, rising top-income inequality, the expansion of state capitalism, and sustained reserve accumulation have all contributed to a global saving glut. The macroeconomic consequences of these developments are the same as those described above: downward pressure on interest rates and a greater reliance on debt to sustain demand.

Figure 11

Global Income Share of the Top 1%



Source: World Inequality Database. The global top 1% income share is computed by aggregating national income distributions using market-exchange-rate weights.

The global dependence on debt for generating demand

The global rise in saving has produced patterns similar to those in the United States in the evolution of total debt and its split between private and public borrowing. Figure 12 plots the paths of total debt and its decomposition into public and private debt for the United Kingdom, Japan, and the euro area. As in the U.S., the increase in total debt-to-GDP from around 1980 until the late 2000s is largely driven by private debt, with household borrowing accounting for most of the rise. After 2008,

however, the private sector was forced to delever, and credit growth shifted to the public sector as governments ran larger deficits.

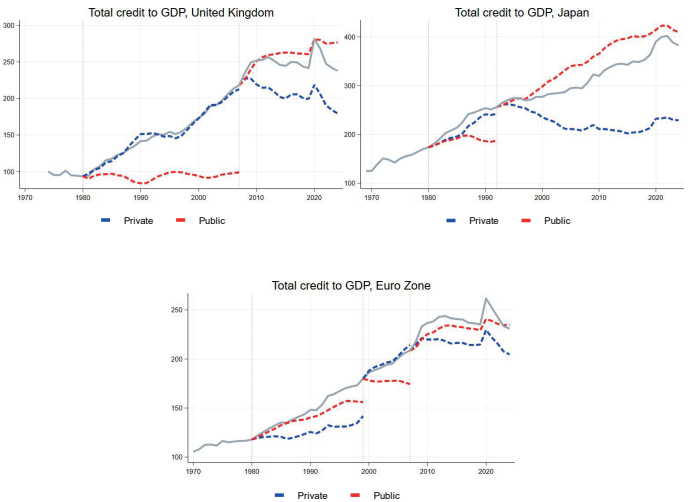
Two points are worth reemphasizing. First, if debt finances productive investment, the resulting higher returns and faster future GDP growth can naturally service and retire that debt. In such an environment, we would expect private debt-to-GDP ratios to be relatively stable in the long run. By contrast, when debt is used primarily to fund consumption, it tends to accumulate over time, and through the indebted demand mechanism it puts persistent downward pressure on interest rates. Second, if saving gluts persist while the private sector is no longer able or willing to absorb additional flows as debt, governments are effectively *forced* to run larger deficits: public borrowing becomes the only way to prevent a deep or prolonged recession.

Japan offers a clear illustration of this dynamic. Its "2008 moment" arrived much earlier, with the collapse of the real estate and financial bubble in 1991. As in the U.K. and the U.S., once the private sector could no longer absorb the saving surplus, the government stepped in with sustained fiscal deficits. The euro area displays a similar pattern. Private debt began to rise sharply with the adoption of the euro, which facilitated financial integration and credit expansion, and then, following the

2008 global financial crisis, euro area governments were also pushed toward higher fiscal deficits and public debt.

Figure 12

Private and Public Debt - UK, Japan, Euro Zone



Public and private debt-to-GDP series are sourced from the IMF Global Debt Database.

Global fiscal dominance

The long reliance on debt to sustain demand has ultimately left governments bearing the burden of running persistent deficits. As discussed earlier, this places fiscal authorities in a narrow "Goldilocks" zone: deficits must be large enough to prevent the economy from sliding into a

liquidity trap, yet not so large that they push interest rates to levels at which sovereign debt becomes unsustainable. Striking this balance is inherently difficult, especially when other shocks to growth, inflation, or risk premia continually shift the location and width of the Goldilocks range.

Even setting aside today's partisan dynamics, it is unrealistic to expect the political system to keep deficits within a finely tuned target band over time. It is politically far easier to expand spending and tolerate larger deficits in the face of weak demand than it is to rein them in once conditions normalize. Recent experience suggests that many major economies are indeed struggling to maintain this balance, with sovereign debt ratios drifting upward and concerns about long-run fiscal sustainability becoming more acute. One deeper worry is that rising war risks around the world will push debt-financed defence spending higher, pushing deficits on the wrong side of the Goldilocks region. A second risk is rising pressure due to unfunded pension spending in aging advanced economies.

Panel (a) of Figure 13 plots, for euro area countries, the change in the 10-20 forward rate between 2019 and 2024 against the change in government debt-to-GDP over the same period. A clear positive relationship emerges: countries that expanded fiscally more aggressively following the on-

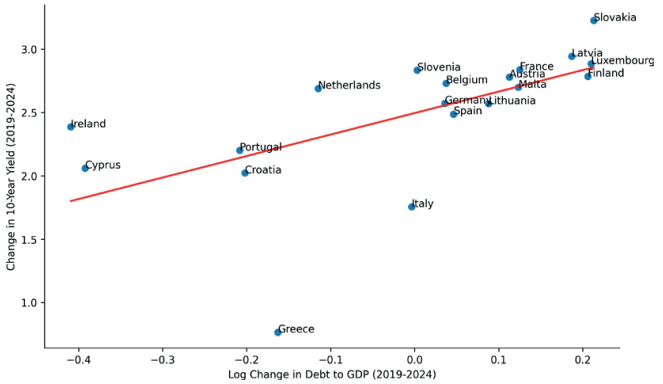
set of the COVID-19 pandemic experienced the largest increases in forward yields. Because euro area members share a common monetary policy and implicitly subsidize one another's sovereign debt to some extent, the slope of this line is likely to underestimate the true effect of national fiscal expansion on future yields.

Panel (b) of Figure 13 plots the 10-20 forward yield for the United States, the United Kingdom, Switzerland, and a GDP-weighted average of euro area countries (using 2019 GDP weights). All series are normalized to zero in January 2021 by subtracting their value on that date. The figure shows a pronounced increase in forward yields for the U.S., the U.K., and the euro area, all of which undertook large fiscal expansions during COVID with persistent effects on deficits and debt. By contrast, Switzerland exhibits little change in forward yields over the same period; its forward yields are back to where they were before COVID-19. Switzerland is also a country with a legally mandated balanced-budget rule over the cycle: between 2019 and 2024, Switzerland's government debt-to-GDP ratio fell by about five percentage points, whereas the U.K.'s rose by roughly eighteen percentage points. Taken together, the evidence suggests that fiscal positions are under growing strain in most major advanced economies.

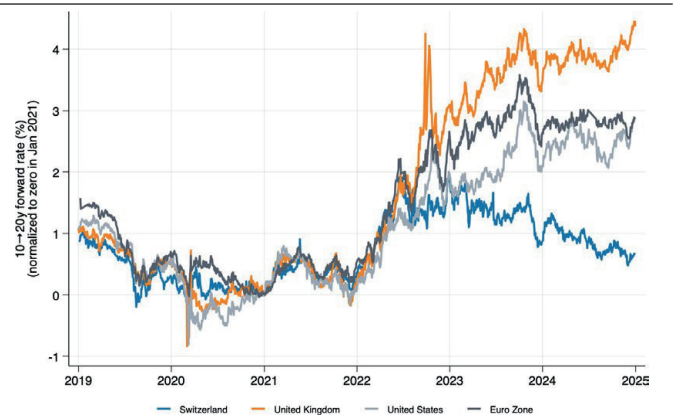
Figure 13

Rise in yields and government debt

(a)



(b)



Forward yields in the right panel are calculated using data from the Global Financial Database and expressed as differences relative to January 2021. Forward yields for the Euro Zone, Switzerland, United Kingdom and United States in January 2021 were 0.67%, -0.28%, 1.01% and 2.03%, respectively. The Euro Zone series is 2019-GDP weighted average of Belgium, Finland, France, Germany, Italy, Netherlands, Portugal and Spain.

8. *Concluding Remarks and Future Options*

The unprecedented rise in global debt is the mirror image of a sustained increase in desired saving. A central driver is the saving glut of the rich: the growing share of income accruing to the global super-rich (for example, the top 1%), who save at much higher rates than the rest of the population. A related source of excess saving is the expansion of state capitalism, as oil exporters and high-growth Asian economies have recycled large surpluses back into global financial markets.

In principle, this additional flow of saving could have financed productive investment and thereby supported higher long-run growth. In practice, however, much of the increase in global debt reflects a rise in *unproductive* borrowing that has financed consumption rather than investment. Why aggregate investment has been so inelastic to the increased availability of savings remains an open and important question. In the face of this inelasticity, rising saving gluts have been absorbed through consumption-led debt, with profound consequences for the global economy: fueling indebted demand, depressing natural interest rates, and pushing governments into a difficult "Goldilocks" conundrum that has increasingly taken the form of fiscal dominance.

The policy and academic communities have largely overlooked the long-term consequences of the deep structural imbalances created by increasingly unequal growth since the

1980s. The resulting saving gluts pushed interest rates down and credit up, at times creating the conditions for boom-bust cycles such as the 2008 Great Recession. Yet these episodes were persistently interpreted as "cyclical" maladies and treated with standard Keynesian tools that had to become increasingly extreme: larger fiscal deficits, bigger bank bailouts, and ultra-loose monetary policy. While such measures may alleviate short-run pain, they function more as bandages than cures – simply kicking the can down the road. When the underlying problem is structural, it requires a structural response, not merely cyclical adjustments.

The saving gluts forced governments around the world to ramp up deficits once the private sector could no longer accumulate debt at anything like its pre-2008 pace. Politically, this response was highly expedient: there is usually far less resistance to higher spending when no one is explicitly asked to pay for it. Looking ahead, however, the looming demographic cliff implies that pressures on public budgets will continue to push deficits upward - beyond any "Goldilocks" safe range. Markets are already sending warning signals in the form of ballooning forward interest rate costs. The rapid emergence of AI is likely to aggravate these structural problems. If the highly skewed pattern of recent stock market returns is any indication, AI may amplify an already unequal distribution of income and wealth. At the same time, AI appears to be reinforcing, rather than weakening, state-led forms of

capitalism, as governments and large incumbent firms move aggressively to shape and control AI ecosystems. Together, these forces risk deepening the very structural imbalances that have plagued the global economy over the past five decades, making them even harder to resolve. How should we respond to these challenges? Unless we confront the underlying drivers of inequality, global economic stability will remain fragile, and we will continue to live with the risks of a deeply indebted world economy. Inequality is often framed as a moral issue, but the macroeconomic lesson is starker: when too much income pools at the top, demand weakens, deficits persist, and an ever-growing reliance on debt makes the entire system vulnerable. Marriner Eccles captured this collective logic with remarkable clarity in 1933 – and his counsel is as relevant today:

> It is for the interests of the well to do - to protect them from the results of their own folly - that we should take from them a sufficient amount of their surplus to enable consumers to consume and business to operate at a profit. This is not "soaking the rich"; it is saving the rich.
>
> - Marriner Eccles (former Chair, U.S. Federal Reserve)

References

- Chen, Peter, Loukas Karabarbounis, and Brent Neiman, "The global rise of corporate saving," J*ournal of Monetary Economics,* 2017, 89, 1–19. Carnegie-Rochester-NYU Conference Series on the Macroeconomics of Liquidity in Capital Markets and the Corporate Sector.
- International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, "2024 Global Debt Monitor," Technical Report, International Monetary Fund, Washington, DC December 2024.
- Liu, Ernest, Atif Mian, and Amir Sufi, "Low Interest Rates, Market Power, and Productivity Growth," *Econometrica*, 2022, 90 (1), 193–221.
- Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi, "Indebted Demand," *The Quarterly Journal of Economics*, 2021, 136 (4), 2243–2307.
- Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi, "A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits," *American Economic Review*, December 2025.
- Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi, "The Saving Glut of the Rich," Working Paper 26941, National Bureau of Economic Research April 2025.

Le radici nascoste della nostra crisi del debito

Atif Mian[*]

Lezione Baffi 2025

Abstract

Il costante aumento, nel corso degli ultimi cinquant'anni, del rapporto tra debito e PIL a livello mondiale ha portato alla formazione di un "superciclo del debito", che è ora alla base di gravi rischi macroeconomici. Le sue radici risiedono nei persistenti eccessi di risparmio alimentati dalla crescente disuguaglianza, riconducibile alla concentrazione della ricchezza nelle fasce di reddito più elevate, e dall'espansione del capitalismo di Stato. Anziché finanziare investimenti produttivi, l'eccesso di risparmio è stato in larga misura indirizzato verso forme di debito non produttivo, finalizzate al sostegno dei consumi. Ne è derivata una dinamica della domanda strutturalmente dipendente dal debito, che ha contribuito a spingere i tassi di interesse verso lo *zero lower bound* (ZLB). La Grande Recessione del 2008 ha segnato il momento a partire dal quale, in concomitanza di tale limite inferiore, il credito privato non è più stato in grado di sorreggere la domanda; per colmare il divario, la creazione di debito si è spostata verso il settore pubblico. Tuttavia, la dipendenza dal debito sovrano espone l'economia a una "sfida di Goldilocks": se i disavanzi crescono in misura eccessiva, ad esempio a causa di sistemi pensionistici privi di adeguata

copertura finanziaria o del rischio di conflitti militari, la dinamica del debito può divenire instabile.

* Princeton e NBER. Per me è un grande onore essere stato invitato a tenere la diciassettesima Lezione Paolo Baffi di Moneta e Finanza. Sono grato alla Banca d'Italia e al Comitato scientifico per avermi concesso questo privilegio. Ringrazio inoltre Amil Mumssen per l'eccellente assistenza fornita nell'attività di ricerca.

1. Introduzione

Il mondo di oggi affoga nel debito. Mai prima d'ora, nella storia documentata, l'economia internazionale è stata così fortemente indebitata rispetto alla produzione complessiva. Il debito mondiale, pubblico e privato, si colloca attualmente a circa il 235 per cento del PIL globale[1]. Dall'inizio degli anni ottanta, famiglie, imprese e amministrazioni pubbliche delle principali economie hanno costantemente assunto livelli di debito superiori a quelli sostenibili con il proprio reddito, dando origine a tale accumulo. La figura 1 mostra l'evoluzione nel lungo periodo del debito negli Stati Uniti, principale centro finanziario del pianeta, a partire dal dopoguerra. Il credito totale comprende il debito pubblico federale e quello privato delle famiglie e delle società non finanziarie. Dopo essere rimasto relativamente stabile nei decenni successivi alla Seconda guerra mondiale, dal 1980 il rapporto tra debito totale e PIL è quasi raddoppiato. A livello internazionale si osserva un andamento analogo, con una brusca accelerazione di tale rapporto a partire dagli anni ottanta (Fondo monetario internazionale, Dipartimento per gli Affari fiscali, 2024).

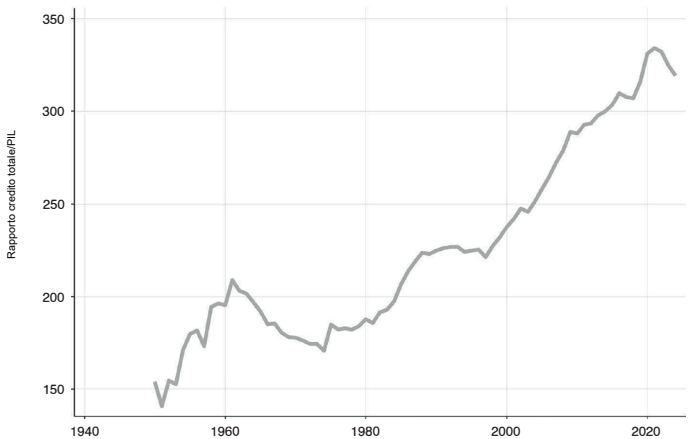
Livelli di debito elevati comportano rischi su molteplici fronti. Rispetto a cinquant'anni fa, oggi un aumento dei

1 Cfr. il Global Debt Database 2025 dell'FMI.

tassi di interesse di un punto percentuale esercita pressioni significativamente maggiori sui bilanci delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche indebitate. I tassi di interesse a lungo termine hanno già evidenziato una traiettoria ascendente negli ultimi anni, riflettendo in parte i timori riguardo agli ampi disavanzi di bilancio e ai livelli crescenti di debito pubblico. In tale contesto, gli interrogativi circa la sostenibilità del debito mondiale sono divenuti più urgenti. Questa lezione pone una domanda semplice: perché nel corso degli ultimi quaranta-cinquant'anni il debito globale è cresciuto in maniera pressoché ininterrotta? È un quesito che, sorprendentemente, ha finora destato poca attenzione tra gli economisti.

Figura 1

Rapporto credito/PIL



Prima di fornire una risposta, è fondamentale soffermarsi su due osservazioni preliminari. In primo luogo, a livello di economia mondiale, il debito netto è sempre pari a zero: ogni dollaro di debito è allo stesso tempo una passività per un soggetto e un'attività per un altro. Comprendere il motivo per cui il debito globale sia aumentato in misura tanto consistente equivale quindi a capire la ragione per cui così tanto credito venga offerto e detenuto come attività. In secondo luogo, è utile distinguere tra due ampie categorie di indebitamento: il debito che finanzia la spesa per consumi e quello che sovvenziona la spesa per investimenti. Definirò il primo "debito *non produttivo*" e il secondo "debito *produttivo*", in quanto i due differiscono profondamente quanto agli effetti macroeconomici di lungo periodo che comportano, come spiegherò più avanti.

Il dibattito sui periodi di "boom del debito" si concentra tradizionalmente su episodi ciclici di forte espansione del credito seguiti da brusche correzioni. È relativamente facile ricondurre il rapido accumulo di debito nel corso di pochi anni all'effetto di un eccessivo ottimismo da parte degli operatori economici, di carenze regolamentari o di errori di politica monetaria. Per contro, l'aumento duraturo, protratto per decenni, del debito in gran parte del mondo richiede una spiegazione più profonda e strutturale. Qual è il fondamento, la "radice nascosta" della nostra dipendenza di lungo corso dal debito? Occorre un modello, fondato sull'evidenza empirica, per spiegare l'incremento persistente del debito mondiale.

Le radici nascoste

Poche figure nella storia dell'economia americana sono state incisive quanto Marriner Eccles, il banchiere dello Utah divenuto funzionario pubblico che, durante il proprio mandato a capo del Federal Reserve System, tra il 1934 e il 1948, contribuì a ridefinirne l'assetto moderno. Il suo pensiero economico si formò a partire dall'esperienza diretta della Grande Depressione, quando ebbe modo di osservare il crollo del potere d'acquisto delle famiglie comuni, anche a fronte di una concentrazione della ricchezza finanziaria nelle mani di un'élite ristretta. Nella sua audizione al Senato del 1933 ammonì che l'eccesso di risparmio tra le fasce più ricche della popolazione stava comprimendo la domanda, aggravando la recessione:

> È del tutto impossibile, come questo paese ha più volte dimostrato, che i ricchi raggiungano i livelli di risparmio a cui aspirano, risparmiando, al contempo, ciò che merita di essere risparmiato.
>
> - Marriner Eccles (ex Presidente, Federal Reserve statunitense)

Nell'epoca in cui Eccles pronunciò questa frase la disuguaglianza negli Stati Uniti era estremamente elevata: l'1 per cento più facoltoso della popolazione deteneva circa il 42 per cento della ricchezza totale. Nell'arco di un decennio, tuttavia, la situazione mutò radicalmente. La mobilitazione della Seconda guerra mondiale e la tassazione progressiva ridussero le disuguaglianze e ripristinarono l'equilibrio tra spesa e produzione. Il problema di fondo posto in risalto da

Eccles svanì dalla memoria collettiva, allorché l'economia statunitense entrò in una lunga fase di crescita sostenuta e più largamente condivisa.

La questione centrale individuata da Eccles, tuttavia, è riemersa con forza a partire dagli anni ottanta, quando la disuguaglianza è tornata ad aumentare: la quota di ricchezza detenuta dall'1 per cento nella fascia più elevata della distribuzione è passata da circa il 22 per cento nel 1980 a circa il 35 per cento dal 2010 in poi. Nella medesima fascia la quota di reddito è salita dal 10 per cento nel 1980 al 20 per cento nel 2023, segnando un incremento di 10 punti percentuali. Tendenze analoghe sono riscontrabili nelle altre principali economie avanzate. Tra il 1980 e il 2023 la quota di reddito riconducibile all'1 per cento nella fascia superiore della distribuzione è aumentata di 7 punti percentuali nel Regno Unito, di 4,5 in Francia, di 1,5 in Germania, di 9 in Cina e di 2,9 in Giappone.

Con la concentrazione di una maggiore quantità di reddito e ricchezza nella parte più elevata della distribuzione è riemersa la dinamica da cui Eccles aveva messo in guardia: da un lato, un eccesso cronico di risparmio tra la popolazione più ricca, dall'altro, il difficile mantenimento di livelli adeguati di domanda e occupazione. Tale disallineamento persistente tra offerta di risparmio e domanda di investimenti produttivi ha dato origine a uno squilibrio strutturale. Ne è conseguito un aumento senza precedenti del debito, trainato principalmente da un'espansione di quello "non produttivo".

Le medesime forze che hanno alimentato il debito non produttivo contribuiscono anche a spiegare una seconda importante caratteristica del contesto economico successivo al 1980: il protratto calo dei tassi di interesse a lungo termine. La figura 2 mostra l'andamento di lungo periodo del tasso di interesse reale a 10 anni pubblicato dalla Cleveland Federal Reserve[2]. Il brusco aumento dell'indebitamento globale a partire dagli anni ottanta è stato accompagnato da una costante diminuzione del rendimento reale del debito sicuro. Il tasso di interesse reale a 10 anni sulle attività sicure è sceso da circa sei punti percentuali nei primi anni ottanta a circa zero nel periodo successivo al 2008, per poi risalire negli ultimi anni.

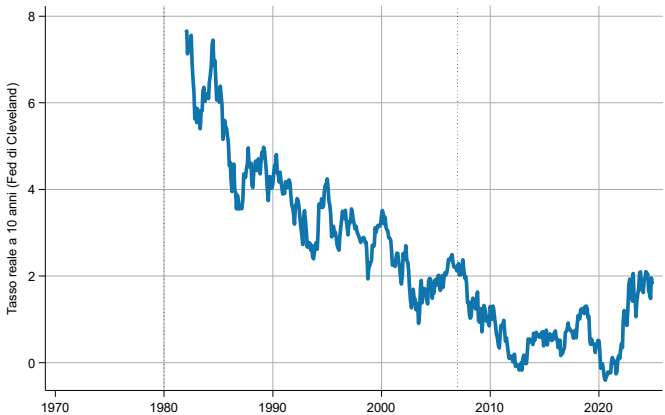
L'aumento delle disuguaglianze estreme, con il conseguente eccesso di risparmio segnalato da Eccles, è la comune radice nascosta del marcato incremento del debito mondiale. Poiché le forze alla base della crescita del debito sono profonde e strutturali, neppure la Grande Recessione del 2008, in gran parte determinata da una rapida espansione del debito privato, è riuscita a ridurre i livelli del debito totale. Il debito complessivo ha invece continuato ad aumentare, dato che a partire dal 2008 la crescita del debito sovrano ha progressivamente sostituito quella del debito privato. Nella

[2] Le serie dei tassi di interesse reali parte dal 1982, in quanto il precedente contesto di elevata volatilità dell'inflazione rende difficile costruire una serie affidabile di tassi reali attesi.

prossima sezione esaminerò il modo in cui la disuguaglianza elevata produce eccessi di risparmio che richiedono un incremento del debito, necessario a riassorbire tale risparmio e a generare una domanda sufficiente in condizioni di equilibrio.

Figura 2

Tasso di interesse nel corso del tempo



2. L'eccesso di risparmio dei ricchi

L'aumento a livello mondiale delle disuguaglianze estreme accresce in misura significativa le consistenze dei risparmi, che le famiglie più facoltose accumulano a ritmi molto più elevati rispetto al resto della popolazione. Il pannello (a) della figura 3 mostra i tassi di risparmio mediani per percentili

di ricchezza negli Stati Uniti, ricavati dall'indagine sulla situazione finanziaria dei consumatori (*Survey of Consumer Finances*), condotta presso famiglie rappresentative a livello nazionale nel periodo tra il 1983 e il 1989. L'indagine rivela marcate disparità: le famiglie che si collocano nel 50 per cento inferiore della distribuzione fondamentalmente impiegano il proprio reddito per i consumi correnti, senza accumulare risparmi. Le famiglie tra il 51° e il 90° percentile risparmiano il 9,7 per cento delle proprie entrate e quelle tra il 91° e il 99° percentile il 33,3 per cento. Per contro, la quota di risparmio dell'1 per cento più elevato della distribuzione raggiunge il 49,8 per cento, un livello sette volte superiore rispetto al resto della popolazione.

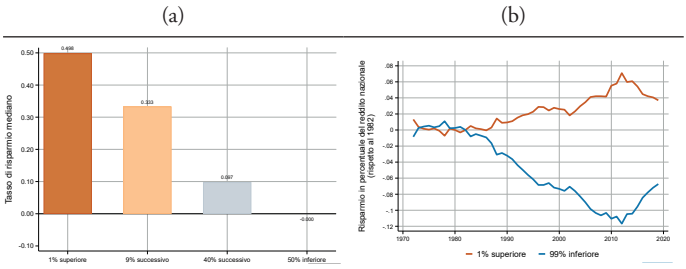
Il considerevole divario nei tassi di risparmio tra l'1 per cento più ricco e il resto della popolazione implica che, se la distribuzione del reddito si sposta verso le famiglie più abbienti, aumenta sensibilmente l'offerta di risparmio riconducibile a tale gruppo. È proprio quanto avvenuto negli Stati Uniti a partire dagli anni ottanta. Il pannello (b) della figura 3 mostra la media mobile di dieci anni del risparmio totale generato dall'1 per cento superiore della distribuzione in percentuale del reddito nazionale, con valori normalizzati rispetto ai livelli del 1983. Queste cifre annue relative al risparmio dell'1 per cento più ricco sono ricavate dai dati delle dichiarazioni dei redditi mediante la metodologia della ricchezza imputata elaborata da Mian et al. (aprile 2025).

Tra il 1963 e il 1983 il risparmio riconducibile all'1 per cento superiore della distribuzione, in percentuale del reddito nazionale, si è mantenuto stabile. È significativamente cresciuto, tuttavia, proprio quando la disuguaglianza ha iniziato ad aumentare. Nel suo punto massimo il risparmio annuo del solo 1 per cento più facoltoso ha segnato un'espansione pari a oltre il 6 per cento del reddito nazionale. Definiamo questo considerevole aumento "eccesso di risparmio dei ricchi". Dopo il 1982 il flusso di risparmio annuo di tale élite dell'1 per cento è salito, in media, di 2,9 punti percentuali del reddito nazionale. Ai valori del dollaro statunitense nel 2024, ciò rappresenta un flusso aggiuntivo di risparmio, proveniente dall'1 per cento più ricco, pari a oltre 680 miliardi di dollari ogni anno, a partire dal 1982.

È importante rilevare che l'incremento osservato nell'eccesso di risparmio dei ricchi non proviene unicamente dalla maggiore disuguaglianza: lo stesso tasso di risparmio dell'1 per cento superiore della distribuzione è ulteriormente aumentato negli ultimi tre decenni, amplificando il contributo complessivo di tale gruppo al risparmio nazionale. In particolare, il tasso di risparmio dell'1 per cento più ricco è passato dal 42,9 per cento negli anni tra il 1963 e il 1982 al 53,6 nel periodo successivo. Un incremento di questa entità deve essere assorbito altrove nell'economia. Dove sono confluiti, dunque, i risparmi aggiuntivi del segmento più facoltoso della popolazione?

Figura 3

Risparmio lungo la distribuzione della ricchezza



Siano θ_{top1} e θ_{bot99} il totale del risparmio privato proveniente, rispettivamente, dall'1 per cento superiore e dal 99 per cento inferiore della distribuzione della ricchezza. L'identità di contabilità nazionale che lega queste variabili è data da:

$$\theta_{top1} + \theta_{bot99} = I^n + F - S^g$$

dove I^n indica gli investimenti netti, F il conto corrente di bilancia dei pagamenti e S^g il risparmio delle amministrazioni pubbliche. Questa identità deve essere valida ogni anno. Se, da un lato, il risparmio privato in percentuale del reddito nazionale è rapidamente aumentato, dall'altro, gli investimenti netti in percentuale del reddito nazionale si sono mantenuti invariati o sono persino diminuiti. Inoltre, gli Stati Uniti hanno costantemente registrato un disavanzo di conto corrente e i disavanzi delle amministrazioni pubbliche non si sono significativamente ampliati fino al periodo successivo

al 2008. Resta quindi da chiarire dove sia confluito, in ultima analisi, il maggiore risparmio dell'1 per cento più ricco.

Il pannello (b) della figura 3 fornisce la risposta. Il maggiore risparmio dell'1 per cento più ricco è stato assorbito dal 99 per cento più povero attraverso l'indebitamento. Di fatto, l'aumento dell'indebitamento del 99 per cento più povero ha superato il risparmio dell'1 per cento più ricco, assorbendo anche una quota dell'eccesso di risparmio a livello mondiale.

Il ruolo del risparmio societario nell'eccesso di risparmio dei ricchi

Un importante canale di impiego del risparmio accumulato dai ricchi, in particolare dai più ricchi, è il settore societario. Chen et al. (2017) documentano un notevole aumento del risparmio societario a livello mondiale. Poiché la proprietà del capitale delle imprese è molto più concentrata del reddito, l'incremento del risparmio societario accresce naturalmente l'eccesso di risparmio al vertice della distribuzione. All'incirca dal 1980 la quota di risparmio canalizzato attraverso le imprese è costantemente aumentata.

Il legame tra risparmio societario e quote di reddito nel segmento apicale della distribuzione è rafforzato dagli incentivi fiscali. Molti paesi favoriscono il risparmio societario rispetto a quello personale, rendendo fiscalmente conveniente per le famiglie abbienti accumulare ricchezza

all'interno delle imprese. Il risparmio societario si accumula nei bilanci delle aziende ed è capitalizzato nei corsi azionari; di conseguenza, parte delle plusvalenze osservate riflette nuovi risparmi anziché una semplice rivalutazione. Mian et al. (aprile 2025) propongono una metodologia che corregge tale aspetto imputando la componente di prezzo delle attività relativa alle plusvalenze e assicurando, nel contempo, che il risparmio privato totale rimanga coerente con la contabilità nazionale, così da evitare l'errata classificazione del risparmio accumulato come semplice apprezzamento delle attività.

Il concetto fondamentale è che negli Stati Uniti la crescente disuguaglianza a favore della fascia più elevata della distribuzione ha generato significativi eccessi di risparmio tra le famiglie più facoltose. È importante sottolineare che tale risparmio non si è tradotto in un aumento degli investimenti reali. Ha invece finanziato l'indebitamento delle altre famiglie. Il settore finanziario ha agevolato questo processo: il motivo per cui abbia orientato tale risparmio in eccesso verso consumi finanziati dal debito, piuttosto che verso investimenti produttivi, rimane una questione aperta e rilevante. Il fatto che il maggiore risparmio della fascia più ricca della popolazione sia stato veicolato verso debito *non produttivo* volto a finanziare i consumi, anziché verso debito *produttivo* finalizzato a sostenere gli investimenti, ha rilevanti implicazioni di equilibrio generale, che saranno esaminate nella prossima sezione.

3. Il meccanismo della domanda trainata dal debito

Se il crescente eccesso di risparmio dei ricchi è assorbito dall'indebitamento non produttivo volto a finanziare i consumi piuttosto che gli investimenti, si innesca un meccanismo per cui la domanda è trainata dall'indebitamento e che, in una situazione di equilibrio generale, esercita pressioni al ribasso sui tassi di interesse. La chiave di questo meccanismo è che il tasso di interesse al quale il settore privato si indebita per finanziare i consumi, R^{priv}, supera il tasso di crescita medio del proprio reddito, G, che a sua volta coincide con il tasso di crescita dell'economia. Quando $R^{priv} > G$, l'onere del debito tende ad aumentare più velocemente del reddito dei debitori, costringendoli a ridurre la spesa futura. Questo effetto frenante sulla domanda futura è l'essenza della domanda trainata dal debito e, in una situazione di equilibrio generale, esercita pressioni al ribasso sul tasso di interesse reale necessario per sostenere la piena occupazione.

Mian et al. (2021) sviluppano un modello formale che definisce con precisione questo meccanismo. Il principale ingrediente è rappresentato dalle preferenze non omotetiche: con l'aumentare della ricchezza, le famiglie scelgono di risparmiare una quota maggiore del proprio reddito permanente. Tecnicamente, ciò equivale a integrare la ricchezza direttamente nella funzione di utilità. Se la disuguaglianza cresce e una quota maggiore di reddito nazionale è convogliata verso famiglie con

una forte propensione al risparmio motivata dall'accumulazione di ricchezza, l'offerta di credito si espande e il tasso di interesse reale di equilibrio viene spinto verso il basso.

L'aumento dell'offerta di credito da parte delle famiglie benestanti riduce i tassi di interesse, il che a sua volta fa salire i prezzi delle attività. Valori delle attività più elevati determinano un aumento del valore delle garanzie, consentendo a una platea più ampia della popolazione di indebitarsi e aumentare i consumi, creando una "domanda trainata dal debito". Tuttavia, questa espansione della domanda favorita dal debito non è sostenibile nel lungo periodo, in quanto i crescenti oneri per interessi finiscono per comprimere gradualmente la domanda futura. Di conseguenza, il mantenimento della domanda trainata dal debito richiede un continuo calo del tasso di interesse di equilibrio di lungo periodo, r*. In breve, la crescita della disuguaglianza estrema espande l'offerta di credito proveniente dal percentile più alto della distribuzione. Questi maggiori risparmi non si traducono in investimenti più produttivi, ma in consumi finanziati dall'indebitamento. Tali consumi, ossia la domanda trainata dal debito, esercitano tuttavia pressioni al ribasso sui tassi di interesse futuri, dal momento che i consumatori indebitati devono far fronte all'onere per il servizio del debito. Il quadro teorico della domanda trainata dal debito, pertanto, stabilisce un legame tra l'aumento della disuguaglianza, la maggiore dipendenza dai consumi finanziati dal debito e il persistente calo dei tassi di interesse.

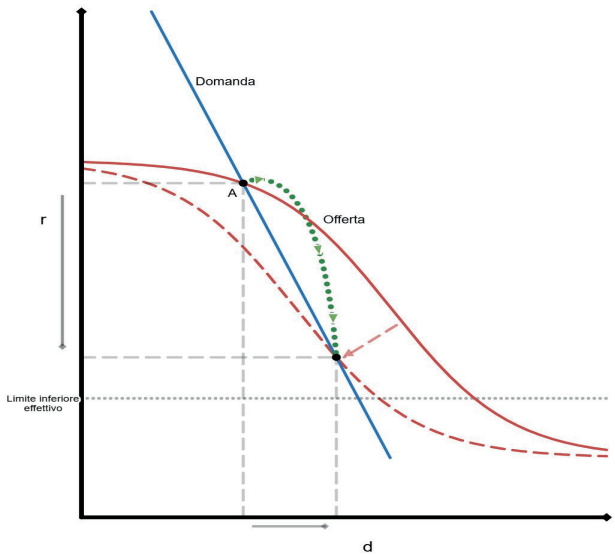
L'idea di base del quadro teorico della domanda basata sull'indebitamento è illustrata nella figura 4, che mostra l'equilibrio di lungo periodo tra domanda e offerta di risparmio. L'intersezione di queste curve determina il tasso di interesse naturale di lungo periodo, indicato da *r*. A parità di altri fattori, un calo di *r* fa aumentare la domanda di debito, per effetto di un'inclinazione negativa della curva di domanda, come avviene di norma nella maggior parte dei modelli economici. Da notare che anche la curva dell'offerta di risparmio ha un'inclinazione negativa. Ciò avviene perché i risparmiatori più ricchi sono anche più pazienti: una conseguenza delle preferenze non omotetiche. Pertanto, con l'aumentare della ricchezza dei risparmiatori, diminuisce necessariamente il tasso di interesse necessario a renderli indifferenti rispetto alla scelta se risparmiare o meno.

Presumendo che l'equilibrio iniziale di lungo periodo, indicato dalla lettera A nella figura 4, rappresenti le condizioni in essere intorno al 1980, si consideri un aumento permanente della disuguaglianza di reddito, nello specifico un aumento della quota di reddito percepita dal percentile più alto della distribuzione. In presenza di preferenze non omotetiche, l'aumento della disuguaglianza sposta verso l'interno la curva dell'offerta di risparmio di lungo periodo. Per un determinato livello di attività totali (o analogamente di passività totali, dal momento che il debito è l'unica attività in questa economia semplificata), una maggiore disuguaglianza

riduce il tasso di sconto effettivo, perché una quota più elevata del reddito affluisce alle famiglie inclini a risparmiare di più. Questo spostamento verso l'interno della curva di offerta determina una traslazione dell'equilibrio di lungo periodo dal punto A al punto B. La linea verde tratteggiata mostra le dinamiche di transizione di breve periodo attraverso le quali l'economia si aggiusta nel passaggio tra questi stati stazionari. Pertanto, lo schema teorico della domanda trainata dal debito spiega in modo efficace la principale correlazione di lungo periodo osservata a partire dal 1980: un aumento del debito accompagnato da un calo dei tassi di interesse.

Figura 4

Aumento della disuguaglianza



Un altro significativo cambiamento strutturale che ha avuto inizio negli anni settanta, dopo il crollo del sistema creato con gli accordi di Bretton Woods, è stato la maggiore finanziarizzazione dell'economia internazionale. Nel corso degli anni ottanta i mercati finanziari hanno vissuto un periodo di rapida liberalizzazione, caratterizzata dalla riduzione delle barriere ai flussi transfrontalieri di capitali, in concomitanza con il passaggio di numerosi paesi a regimi di cambio flessibili. Parallelamente, negli Stati Uniti si è assistito a un significativo processo di deregolamentazione finanziaria, che ha incluso la liberalizzazione dell'apertura delle filiali bancarie, conferendo sempre più importanza ai mercati dei capitali. Di conseguenza, le istituzioni finanziarie hanno iniziato a fare maggiore affidamento sui mercati dei capitali attraverso pratiche quali la cartolarizzazione e il finanziamento all'ingrosso.

Un'importante implicazione di questa finanziarizzazione è stata la maggiore facilità di accesso al credito. I debitori hanno potuto ottenere finanziamenti più agevolmente, in particolare costituendo in garanzia beni come abitazioni e automobili. Anche il credito non garantito si è ampliato in misura notevole con la proliferazione delle carte di credito e di altri prodotti finanziari che hanno accresciuto la possibilità per i debitori di impegnare a garanzia anche i redditi futuri. Da un punto di vista macroeconomico, la finanziarizzazione può essere concettualizzata come la traslazione verso l'esterno

della curva della domanda di credito nel lungo periodo, che consente ai debitori di impegnare una quota maggiore del proprio reddito futuro.

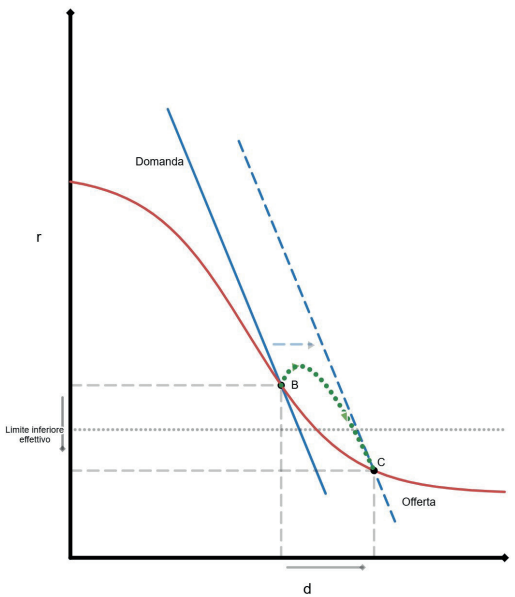
La figura 5 mostra gli effetti di questa traslazione della domanda di credito, a partire dal punto di equilibrio B della figura 4. È interessante notare che una maggiore finanziarizzazione produce gli stessi effetti di lungo periodo dell'aumento della disuguaglianza: un incremento permanente della domanda di credito innalza il livello di equilibrio dell'indebitamento e *riduce* contemporaneamente il tasso di interesse di equilibrio di lungo periodo. L'idea che l'aumento della domanda di credito riduca il tasso di interesse di equilibrio di lungo periodo potrebbe sembrare controintuitiva, ma è fondamentale per lo schema teorico della domanda trainata dal debito.

Inizialmente, una domanda di credito più elevata fa aumentare i tassi di interesse, a causa del maggiore indebitamento, una convenzionale risposta di breve periodo rappresentata dalla linea verde tratteggiata nella figura 5, che mostra la transizione dell'economia dal punto B al nuovo equilibrio C. Questo aumento dei tassi di interesse a breve termine rispecchia l'effetto di stimolo immediato esercitato dalla crescita dell'indebitamento e della spesa. Nel tempo, tuttavia, un aumento dell'indebitamento finisce per frenare la domanda futura, in quanto i debitori devono rimborsare i prestiti a tassi di interesse più elevati. Poiché i creditori

rappresentano in genere soggetti con maggiori disponibilità finanziarie e con tassi di risparmio più elevati, il servizio del debito ridistribuisce il reddito in favore delle famiglie meno inclini a spendere, riducendo così la domanda aggregata. Nel lungo periodo, l'effetto frenante sulla domanda derivante da tale redistribuzione prevale, spingendo verso il basso il tasso di interesse di equilibrio di lungo periodo. L'economia si colloca su un nuovo punto di equilibrio C, caratterizzato da rapporti debito/PIL elevati e da tassi di interesse di equilibrio più bassi.

Figura 5

Aumento della finanziarizzazione



Fondamentale per la dinamica della domanda trainata dal debito, che spinge al rialzo il credito e al ribasso i tassi di interesse in un contesto di disuguaglianza o finanziarizzazione crescenti, è il dato di fatto per cui $R^{priv} > G$, ossia il tasso di interesse applicato all'indebitamento privato R^{priv} è di norma superiore al tasso di crescita economica G. Sia i modelli macroeconomici sia l'evidenza empirica confermano che le famiglie si indebitano sistematicamente a tassi superiori al tasso di crescita dei redditi medi. Questo squilibrio fondamentale rende l'aumento della domanda trainata dal debito intrinsecamente non sostenibile, a meno che i tassi di interesse non diminuiscano continuativamente.

Ma cosa succede se l'aumento della disuguaglianza e la conseguente dipendenza dal debito spingono il tasso di interesse di equilibrio al di sotto del limite inferiore effettivo (*effective lower bound*, ELB)[3]? Questa evenienza è illustrata nella figura 5, in cui il tasso di interesse di equilibrio al punto C si trova al di sotto dell'ELB per l'economia. In tali condizioni l'economia cade nella trappola della liquidità e si verifica una recessione determinata dall'insufficienza della domanda. Un aspetto cruciale è che tale trappola della liquidità assume carattere persistente: finché l'elevata disuguaglianza e i consistenti risparmi nel percentile più

[3] Il limite inferiore effettivo (*effective lower bound*, ELB) può essere il classico limite inferiore pari a zero (*zero lower bound*, ZLB) sul tasso nominale a breve termine fissato da una banca centrale.

alto della distribuzione continuano a esercitare pressioni al ribasso sui tassi di interesse, l'economia rimane intrappolata a tempo indeterminato in una crisi di liquidità indotta dal debito. Pertanto, a differenza dei tipici modelli keynesiani, in un panorama caratterizzato dalla domanda trainata dal debito la trappola della liquidità è permanente.

Eterogeneità nella propensione marginale al consumo rispetto alla ricchezza

Lo schema che deriva dalla domanda trainata dal debito può essere espresso anche in termini di eterogeneità nella propensione marginale al consumo rispetto alla ricchezza. Un'implicazione naturale delle preferenze non omotetiche è che, man mano che gli individui diventano più ricchi, la loro propensione a consumare ogni dollaro aggiuntivo di ricchezza diminuisce. Quando i tassi di interesse diminuiscono, i prezzi delle attività, e quindi la ricchezza, aumentano, producendo un effetto ricchezza che si traduce in una maggiore domanda aggregata. Tuttavia, la reazione della domanda è molto più forte per le famiglie al di sotto della fascia più elevata della distribuzione della ricchezza.

In pratica, l'effetto ricchezza può alimentare i consumi attraverso diversi canali. In primo luogo, le famiglie che già stanno risparmiando possono ridurre il loro risparmio quando le rendite da capitale le fanno sentire "più ricche". In secondo

luogo, potrebbero richiedere prestiti a fronte di garanzie con valore più elevato, tramite il rifinanziamento con estrazione di liquidità aggiuntiva, e spendere i relativi proventi. In terzo luogo, i nuclei familiari più giovani che acquistano abitazioni più costose ricorrendo a una leva finanziaria più elevata di fatto "trasferiscono liquidità" alle famiglie più anziane che vendono tali proprietà, le quali potrebbero quindi incrementare i loro consumi. Questo trasferimento intergenerazionale delle rendite da capitale ha lo stesso effetto macroeconomico di un proprietario di abitazioni che aumenta i consumi attraverso la surroga con aggiunta di liquidità. In effetti, Mian et al. (aprile 2025) mostrano che la riduzione del risparmio riconducibile all'indebitamento aggiuntivo delle famiglie tra il 51° e il 99° percentile della distribuzione della ricchezza è approssimativamente pari alle rendite da capitale che esse ottengono sul loro patrimonio immobiliare. Pertanto, l'aumento dei prezzi delle attività indotto dal calo dei tassi di interesse è un canale chiave attraverso il quale l'eccesso di risparmio dei ricchi viene assorbito nell'economia.

4. Politica di bilancio: il dilemma di Goldilocks

Il canale della domanda trainata dal debito consente di assorbire l'eccesso di risparmio dei ricchi sotto forma di debito che finanzia i consumi delle famiglie al di sotto della fascia più elevata della distribuzione della ricchezza, vale a dire

che il risparmio di chi è molto ricco finanzia il debito di tutti gli altri. Tuttavia, questo debito non è produttivo, nel senso che non genera alcun rendimento reale e viene remunerato a un tasso di indebitamento privato R^{priv} che supera il tasso di crescita del reddito G. Di conseguenza, il debito esercita una persistente pressione al ribasso sul tasso di interesse naturale. Se la disuguaglianza resta elevata e la mobilità intergenerazionale è bassa, il meccanismo della domanda trainata dal debito finirà con lo spingere l'economia verso una carenza di domanda cronica, una recessione permanente o un punto di equilibrio caratterizzato da una trappola della liquidità.

In linea di principio c'è una via d'uscita da questa dinamica, qualora ci sia un debitore disposto a finanziare i consumi emettendo debito a un tasso di interesse inferiore al tasso di crescita dell'economia. Storicamente, in molte economie avanzate i governi sono stati in grado di ottenere prestiti a simili tassi perché il debito pubblico sicuro incorpora un *convenience yield*. Di conseguenza, la politica di bilancio riveste un ruolo nel contrastare il problema di lungo periodo posto dalla domanda trainata dal debito: emettendo debito a $R^{gov} < G$ e utilizzando i proventi per sostenere la domanda aggregata, il settore pubblico può contribuire ad assorbire l'eccesso di risparmio dei ricchi senza innescare le dinamiche destabilizzanti associate al debito privato non produttivo.

Mian et al. (dicembre 2025) dimostrano che, se il tasso di indebitamento del governo è sufficientemente basso, nello specifico $R^{gov} < G$, disavanzi primari ampi e persistenti possono consentire all'economia di sottrarsi alla trappola della liquidità. Pertanto, quando il debito privato non genera più una domanda sufficiente, la politica di bilancio può intervenire mantenendo disavanzi primari duraturi. Si noti che l'uso della politica di bilancio in questo caso è alquanto diverso rispetto alla consueta motivazione keynesiana in presenza di una recessione. L'intervento tipico di stampo keynesiano consiste in un aumento *temporaneo* della spesa pubblica per compensare una carenza di domanda di breve periodo dovuta alla rigidità dei prezzi. Tuttavia, quando la carenza della domanda è determinata da un eccesso di risparmio dei ricchi e dal conseguente effetto della domanda trainata dal debito, in linea di principio il disavanzo di bilancio necessario per far fronte a tale situazione deve essere permanente.

Quando $R^{gov} < G$ in un'economia vincolata dall'ELB dei tassi di interesse, i governi hanno la capacità di sostenere disavanzi di bilancio senza la necessità di finanziarli in futuro, grazie all'effetto espansivo della spesa pubblica. Tale capacità di indebitamento non è tuttavia illimitata. I governi si confrontano con una curva di domanda per il proprio debito inclinata negativamente, la cui pendenza è misurata dalla semi-elasticità dei costi di indebitamento rispetto agli importi presi a prestito, indicata come ϕ.

Sebbene il *convenience yield* garantisca ai governi un basso costo di finanziamento, un aumento dell'indebitamento in rapporto al PIL finisce per far aumentare gli oneri complessivi di finanziamento, con costi incrementali determinati da ϕ. La stima di questa elasticità nelle economie avanzate è stata oggetto di corpose ricerche empiriche. Mian et al. (dicembre 2025) dimostrano che, quando un governo accumula disavanzi sufficienti a sfuggire alla trappola della liquidità, un ulteriore aumento del debito determina un aumento dei tassi di interesse. In particolare, i governi possono teoricamente mantenere disavanzi primari fintanto che $R^{gov} < G - \phi$, senza dover ricorrere a futuri aggiustamenti di bilancio sotto forma di maggiori imposte o minore spesa pubblica. Oltre tale soglia, tuttavia, anche se $R^{gov} < G$ la condizione $R^{gov} < G - \phi$ implica che i governi si trovano nuovamente di fronte ai tradizionali *trade-off* associati all'aumento dei disavanzi.

L'arco di colore viola nella figura 6 rappresenta il luogo delle combinazioni debito-disavanzo in un'economia in equilibrio che non è soggetta al vincolo del limite inferiore dei tassi di interesse. L'arco si riferisce a tutte le combinazioni di debito-disavanzo che sono sostenibili nel lungo periodo con $R^{gov} < G$. Tuttavia, è solo nel tratto crescente dell'arco che si crea una situazione di beneficio senza contropartita (un "pasto gratis"): il governo può aumentare lievemente il disavanzo primario, senza doverlo mai compensare in futuro, mentre l'economia converge su un rapporto debito/PIL

lievemente più elevato in modo permanente. L'esistenza del "pasto gratis" è una conseguenza del *convenience yield* di cui beneficia il debito pubblico. Tuttavia, il disavanzo primario massimo che il governo può mantenere in modo continuativo è indicato dall'altezza massima dell'arco e si verifica quando $R^{gov} = G - \phi$. Qualsiasi disavanzo primario aggiuntivo al di sopra di tale livello non è sostenibile nel lungo periodo, anche se $R^{gov} < G$, perché $R^{gov} > G - \phi$.

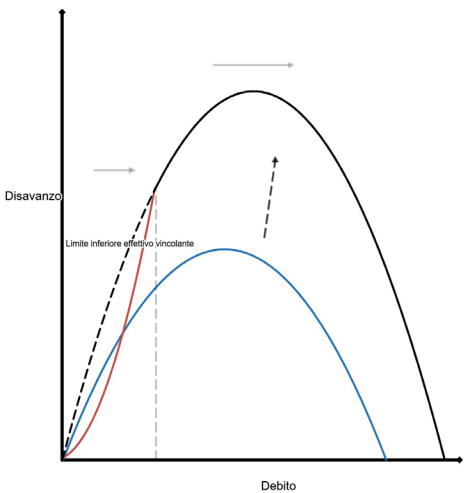
Si consideri ora un significativo aumento della disuguaglianza, del tipo osservato dagli anni ottanta. La figura 6 mostra che un aumento della disuguaglianza accresce il margine di bilancio, aumentando nel contempo anche la possibilità che l'economia raggiunga l'ELB, se il disavanzo e il debito sono troppo bassi. Questa possibilità si manifesta a causa dell'eccesso di risparmio dei ricchi e dei limiti alla quantità di domanda trainata dal debito che può essere generata dal solo debito privato. Il margine di bilancio si amplia perché, in equilibrio, i titoli di Stato sono detenuti da chi ha maggiori disponibilità finanziarie e un aumento della disuguaglianza espande la domanda di debito pubblico e, di conseguenza, il suo *convenience yield*. Con l'aumentare della disuguaglianza, il luogo delle combinazioni sostenibili disavanzo-debito si espande quindi verso l'esterno.

La figura 6 mostra che, in presenza di un'elevata disuguaglianza, sono necessari disavanzi di bilancio per evitare che l'economia finisca in una trappola della liquidità.

Nello spazio debito-disavanzo, questo è evidenziato dalla linea rossa: la politica di bilancio deve mantenere i disavanzi su questa linea o al di sopra di essa, per evitare di incorrere nella trappola della liquidità. Allo stesso tempo, se i disavanzi aumentano persistentemente oltre il picco della curva debito-disavanzo, i più elevati tassi di interesse finiscono per rendere il debito pubblico non sostenibile. Insieme, questi vincoli definiscono una ristretta "zona Goldilocks" per la politica di bilancio, per cui i disavanzi non devono essere né troppo contenuti, al punto da spingere l'economia in una trappola della liquidità, né eccessivi, tali da spingere il debito su una traiettoria insostenibile.

Figura 6

Grafico disavanzo-debito - Aumento della disuguaglianza



La nostra analisi basata su dati recenti degli Stati Uniti indica che il paese potrebbe aver recentemente superato questo intervallo ottimale. L'attuale combinazione di costi di indebitamento e livelli di disavanzo suggerisce che l'economia statunitense è, al momento, esposta a rischi concreti derivanti dal mantenimento di disavanzi eccessivi. I dati suggeriscono che gli Stati Uniti dovranno prima o poi intraprendere un processo di aggiustamento di bilancio, attraverso una combinazione di maggiori entrate o riduzioni della spesa.

Il ricorso alla domanda trainata dal debito introduce pertanto un nuovo tipo di fragilità economica: la politica di bilancio deve muoversi entro un sentiero molto ristretto. Da un lato, disavanzi troppo contenuti rischiano di spingere l'economia in recessione e raggiungere l'ELB. Dall'altro, disavanzi che diventano eccessivamente ampi fanno aumentare i costi di indebitamento e accrescono i timori per la sostenibilità del debito, con la possibilità di innescare pressioni finanziarie che si autoalimentano.

Anche se un governo calibra attentamente la politica di bilancio per rimanere all'interno della zona Goldilocks, fattori esterni possono spostarne i confini, rendendo necessario un aggiustamento continuo. Ad esempio, l'aumento della disuguaglianza potrebbe ampliare il margine di bilancio incrementando la domanda di titoli di Stato. Per contro, una riduzione del risparmio da parte delle fasce di reddito più elevate o una diminuzione della disuguaglianza potrebbero

indebolire la domanda di titoli, spingendo al rialzo i tassi di interesse e riducendo i margini di bilancio. Inoltre, lo stesso *convenience yield* può oscillare per effetto di forze speculative di mercato; è noto che i prezzi delle attività possono discostarsi dai fondamentali di lungo periodo, un fenomeno conosciuto come "il paradosso dell'eccessiva volatilità".

I governi che intendono rimanere all'interno della zona Goldilocks devono pertanto essere pronti ad adeguare la politica di bilancio in modo proattivo, per rispondere a oscillazioni di mercato potenzialmente avverse. La gestione della politica di bilancio dovrà essere altamente adattiva e flessibile, il che, nella pratica, risulta estremamente difficile da realizzare in modo efficace. In realtà, le decisioni di politica di bilancio non vengono assunte dai tecnocrati in modo isolato, ma sono profondamente influenzate dalle dinamiche politiche. Situazioni di stallo, disaccordi e ritardi nell'assunzione di decisioni sono comuni in politica, dove di norma risulta più facile ampliare i disavanzi di bilancio anziché adottare le misure, spesso impopolari, necessarie per ridurli.

5. Il superciclo del debito statunitense

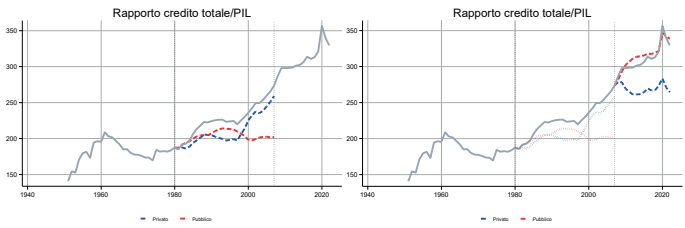
Le dinamiche del superciclo del debito degli Stati Uniti a partire dagli anni ottanta sono strettamente in linea con questo quadro. Il costante aumento della quota di reddito dei più ricchi, unito all'eccesso di risparmio globale che si

è riversato sulle attività statunitensi, ha determinato una rapida espansione del credito. Il pannello (a) della figura 7 scompone la crescita del credito totale statunitense dal 1980 in credito privato (famiglie e società non finanziarie) e pubblico (governo). Esso mostra che dal 1980 fino all'inizio della Grande Recessione, nel 2008, l'aumento del debito totale è stato determinato principalmente da quello del settore privato, in particolare le famiglie statunitensi.

Figura 7

Scomposizione del rapporto credito/PIL fra settore privato e pubblico

(a) (b)



Fonte: le serie di dati relative al debito pubblico e privato in rapporto al PIL sono tratte dal Global Debt Database dell'FMI.

L'incremento del debito privato riflette la domanda trainata dall'indebitamento necessaria ad assorbire l'eccesso di risparmio dei ricchi. Questo stesso meccanismo ha tuttavia esercitato continue pressioni al ribasso sui tassi di interesse e, quando la Grande Recessione del 2008 ha spinto i tassi fino al limite inferiore pari a zero (*zero lower bound*, ZLB), non è stato più possibile espandere l'indebitamento privato per

sostenere la domanda. A quel punto, sono intervenuti ampi disavanzi pubblici, come descritto dal quadro delle politiche di bilancio sopra delineato. Il pannello (b) della figura 7 mostra che dal 2008 quasi tutta la crescita del credito totale è stata determinata dall'aumento del debito pubblico.

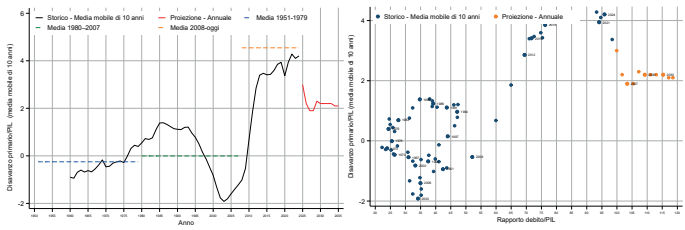
Il ricorso al debito pubblico per sostenere la domanda dopo la Grande Recessione ha avuto un notevole impatto sul disavanzo primario degli Stati Uniti. Il pannello (a) della figura 8 riporta la media mobile a dieci anni del rapporto tra disavanzo primario e PIL negli Stati Uniti. Nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale e fino al 2008, gli Stati Uniti hanno registrato *in media* un saldo primario *in equilibrio*. Tuttavia, a partire dalla Grande Recessione si è assistito a un forte aumento dei disavanzi primari. In particolare, dal 2008 gli Stati Uniti hanno registrato un disavanzo primario medio pari a 4,5 punti percentuali di PIL. Sebbene il CBO (*Congressional Budget Office*) preveda che, in base alla legislazione vigente, il disavanzo primario di lungo periodo si attesterà a circa 2 punti percentuali di PIL, vi è una notevole incertezza al riguardo.

Il pannello (b) della figura 8 mostra le combinazioni disavanzo-debito per gli Stati Uniti dalla Seconda guerra mondiale. Esso evidenzia l'eccezionalità dell'attuale posizione di bilancio del paese. Sia il rapporto disavanzo primario/PIL sia quello debito/PIL sono ai massimi storici e, come suggerisce la nostra analisi, molto verosimilmente al di fuori del percorso sostenibile nel lungo periodo.

Figura 8

Disavanzo primario e debito

(a) disavanzo primario (b) disavanzo-debito



In sostanza, ricorrere alla politica di bilancio per affrontare i problemi strutturali legati all'aumento della disuguaglianza comporta rischi rilevanti. Di fatto, vi sono argomenti convincenti per nutrire oggi una crescente preoccupazione circa la sostenibilità dei conti pubblici. Un disavanzo primario persistente superiore al 2 per cento del PIL può comportare significativi rischi per la sostenibilità del debito degli Stati Uniti. Negli ultimi anni, il disavanzo statunitense ha costantemente superato questa soglia nonostante condizioni relativamente tese nel mercato del lavoro, inducendo i mercati a rivedere al rialzo le aspettative sui tassi di interesse a lungo termine.

La figura 9 illustra i tassi di interesse a termine a 7-10 anni per gli Stati Uniti dal 2000 all'inizio del 2025. Dopo essere diminuite per decenni, le aspettative sui tassi di interesse a lungo termine hanno subito una brusca inversione a seguito delle politiche di bilancio fortemente espansive attuate durante la crisi legata al Covid-19. Tali aspettative sono ora risalite su

livelli che non si osservavano dal periodo precedente la Grande Recessione del 2008. L'inatteso shock inflazionistico dopo il Covid, i perduranti ampi disavanzi e gli accresciuti rischi politici all'indomani delle elezioni del 2024 hanno contribuito a spingere al rialzo le aspettative sui tassi di interesse futuri.

La recente evoluzione del debito e dei disavanzi degli Stati Uniti, unitamente al brusco aumento dei tassi a termine dopo il Covid-19, suggerisce che il governo federale non è stato in grado di assumere un impegno credibile a mantenere il proprio disavanzo primario all'interno della zona Goldilocks. I timori circa l'emergere di una dominanza fiscale stanno spingendo i tassi a lungo termine verso l'alto, amplificando i rischi macroeconomici in un'economia gravata da livelli storicamente elevati di debito pubblico e privato.

Figura 9

Tasso a termine a 7-10 anni



6. Le ragioni dell'anelasticità dal lato dell'offerta

L'accumulo di debito, negli Stati Uniti e altrove, è strettamente legato all'espansione dell'indebitamento non produttivo utilizzato per finanziare i consumi anziché gli investimenti. Ciò solleva naturalmente interrogativi dal lato dell'offerta: perché il sistema finanziario non è stato in grado di convogliare risparmi cospicui verso investimenti produttivi? La comprensione di questo fallimento dell'intermediazione è fondamentale per spiegare il superciclo del debito globale.

L'aumento globale del risparmio avrebbe potuto, in linea di principio, finanziare un'espansione proporzionale degli investimenti produttivi. Nei fatti, tuttavia, ciò non si è verificato: gli investimenti mondiali non sono aumentati in misura proporzionale ai risparmi disponibili. In altre parole, il lato dell'offerta aggregata sembra essere estremamente anelastico. Comprendere perché gli investimenti siano stati così scarsamente reattivi all'eccesso di risparmio è un nodo fondamentale per gli economisti.

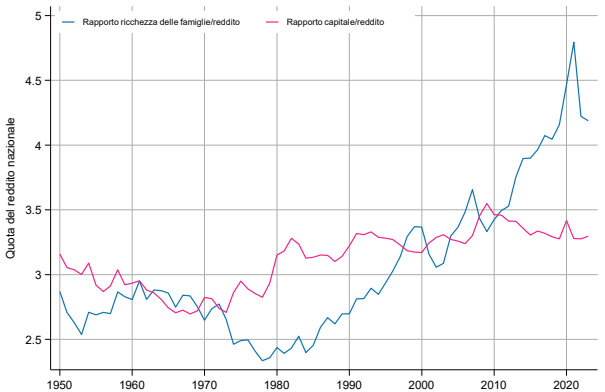
Una manifestazione di questa anelasticità è mostrata nel pannello (a) della figura 10, che rappresenta i rapporti ricchezza/reddito e capitale/reddito per gli Stati Uniti. Con il calo dei tassi di interesse, le valutazioni delle attività sono aumentate, portando a un incremento del rapporto ricchezza/reddito. Tuttavia, il rapporto tra investimenti e reddito non

è aumentato, lasciando sostanzialmente stabile il rapporto tra capitale e reddito. La tradizionale teoria *Q* dell'investimento implica che, in assenza di costi di aggiustamento molto elevati o di altre frizioni, valutazioni di mercato più elevate (valore *Q* più alto) dovrebbero indurre un'espansione del capitale fisico. Il fatto che negli Stati Uniti ciò non si sia verificato segnala che il settore degli investimenti aggregati è altamente anelastico.

Figura 10

Anelasticità dal lato dell'offerta

(a) ricchezza e capitale in rapporto al reddito



(b) rapporto CAPE di Shiller



Il mercato azionario statunitense presenta un quadro simile. Il pannello (b) della figura 10 mostra il rapporto tra prezzi e utili corretto per il ciclo economico (*cyclically adjusted price-earnings*, CAPE), reso noto da Robert Shiller[4]. Tale rapporto è attualmente prossimo ai massimi storici e ha evidenziato una tendenza al rialzo nel corso del tempo, parallelamente al calo dei tassi di interesse a lungo termine. Tuttavia, nonostante queste valutazioni così elevate, e fatta eccezione per il recente aumento della spesa connessa all'IA, gli investimenti delle imprese sono rimasti modesti rispetto ai corsi azionari. Questa discrasia tra valori elevati di Q e modesta dinamica degli investimenti fornisce un'ulteriore evidenza della scarsa elasticità degli investimenti aggregati.

Perché, allora, gli investimenti aggregati sembrano essere così anelastici? Una possibile spiegazione risiede nell'aumento del potere di mercato: una crescente mole di dati lascia supporre che negli ultimi decenni i margini di profitto e la concentrazione siano aumentati, indebolendo la pressione concorrenziale a espandere la capacità produttiva. Un'altra possibilità è rappresentata dalla regolamentazione e da altre restrizioni dal lato dell'offerta riconducibili alle politiche pubbliche, che limitano la reattività degli investimenti. Una terza possibilità è che tassi di interesse molto bassi rendano per via endogena il lato dell'offerta più anelastico, riducendo la concorrenza

[4] Fonte dei dati: Shiller PE Ratio.

del mercato, come illustrato in Liu et al. (2022). Infine, una quarta possibilità è costituita dai problemi di agenzia nel settore finanziario, laddove le decisioni di investimento sono delegate a gestori che potrebbero avere incentivi di breve respiro. Se da un lato gli investimenti produttivi richiedono un impegno paziente e a lungo termine, dall'altro i mercati finanziari potrebbero non fornire il necessario orizzonte temporale. Indipendentemente dal meccanismo preciso, resta il fatto oggettivo che gli investimenti non hanno reagito con vigore all'aumento del risparmio nell'economia mondiale. Di conseguenza, il settore finanziario ha assorbito il risparmio in eccesso finanziando principalmente la spesa per consumi attraverso il settore privato e pubblico.

7. Il superciclo del debito mondiale

L'analisi è stata fin qui incentrata sugli Stati Uniti per spiegare i fattori all'origine dell'aumento del debito e le loro conseguenze per l'economia nel suo complesso, ma il fenomeno dell'eccesso di risparmio non è esclusivamente americano; esso interessa l'intera economia mondiale.

L'aumento a livello globale della disuguaglianza legata alle fasce di reddito apicali e del capitalismo di Stato

L'ascesa della Cina e delle economie delle "tigri" dell'Asia orientale ha determinato una parziale convergenza del reddito

pro capite tra i vari paesi, sebbene permangano notevoli disparità. A prima vista, tale convergenza parrebbe suggerire che a livello globale la disuguaglianza sia diminuita e che la tesi formulata per gli Stati Uniti non sia applicabile al mondo nel suo complesso. Una conclusione simile sarebbe errata.

Occorre ricordare che i tassi di risparmio aumentano in modo non lineare lungo la distribuzione della ricchezza. Per gli individui compresi nei percentili tra 0 e 50, i tassi di risparmio sono sostanzialmente pari a zero: queste famiglie vivono in condizioni di mera sussistenza, con risparmi netti minimi o nulli, e apportano pertanto un contributo molto modesto all'offerta di fondi disponibili per il prestito. L'aumento dei redditi di queste famiglie a livello globale va, ovviamente, accolto con favore, ma il miglioramento del loro tenore di vita ha un impatto diretto limitato sul mercato del risparmio e sui mercati finanziari. I tassi di risparmio iniziano ad aumentare al di sopra del 50° percentile, per poi salire bruscamente al vertice della distribuzione della ricchezza. Ne consegue che ciò che conta per il risparmio aggregato non è tanto una misura generale della disuguaglianza quale il coefficiente di Gini, quanto la quota di reddito concentrata nella fascia più alta della distribuzione, ad esempio nell'1 per cento più ricco della popolazione.

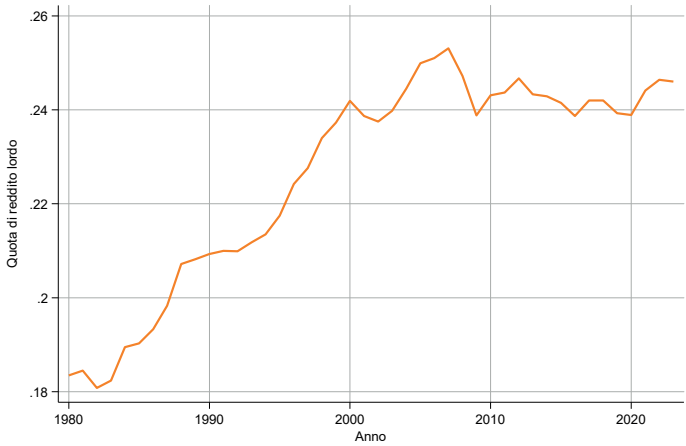
A livello mondiale la quota di reddito percepita dall'1 per cento più abbiente della popolazione è aumentata in modo marcato negli ultimi decenni. La figura 11 illustra questo incremento della disuguaglianza trainata dalla fascia alta

della distribuzione. Poiché i fenomeni di elusione ed evasione fiscali sono particolarmente rilevanti nella parte superiore della distribuzione, soprattutto in alcune economie in rapida crescita, queste serie probabilmente sottostimano l'effettivo aumento della quota di reddito percepita dalle famiglie più ricche. Un indicatore complementare della crescita del reddito e del risparmio al vertice della distribuzione è rappresentato dal risparmio societario a livello mondiale, anch'esso aumentato notevolmente, cfr. Chen et al. (2017).

Un secondo importante fattore alla base dell'aumento globale del risparmio è la crescente predominanza di forme di capitalismo di Stato che promuovono alti tassi di risparmio attraverso vari strumenti di politica economica. In molte economie dell'Asia orientale, tra cui la Cina, i governi hanno fatto ricorso alla moderazione salariale e alla repressione finanziaria per convogliare risorse verso un settore societario caratterizzato da un elevato tasso di risparmio. Quando la crescita salariale è contenuta al di sotto di quella della produttività, una quota maggiore di valore aggiunto affluisce ai profitti, che vengono in gran parte risparmiati (ossia reinvestiti). Analogamente, quando i tassi di interesse domestici sono mantenuti artificialmente bassi, com'è avvenuto in Cina, le famiglie e i depositanti ottengono rendimenti inferiori a quelli di mercato, mentre le imprese beneficiano di finanziamenti a condizioni più vantaggiose, stimolando così ulteriormente il risparmio societario.

Figura 11

Quota di reddito globale dell'1 per cento più ricco



Fonte: World Inequality Database. La quota di reddito dell'1 per cento più ricco a livello mondiale è calcolata aggregando le distribuzioni di reddito nazionali, con una ponderazione basata sui tassi di cambio di mercato.

Anche gli ingenti avanzi di conto corrente nei paesi esportatori di petrolio, dove il settore energetico è spesso controllato dallo Stato, hanno contribuito al risparmio mondiale. Inoltre, diverse economie in forte crescita, in particolare Cina, Corea e altri paesi dell'Asia orientale, hanno perseguito attivamente politiche di accumulo su larga scala di riserve ufficiali attraverso le rispettive banche centrali. Nel loro insieme, l'aumento della disuguaglianza guidata dalle fasce di reddito apicali, l'espansione del capitalismo di Stato e il persistente accumulo di riserve ufficiali hanno contribuito

a un eccesso di risparmio a livello mondiale. Le conseguenze macroeconomiche di tali dinamiche sono le stesse descritte in precedenza: pressioni al ribasso sui tassi di interesse e un maggior ricorso al debito per sostenere la domanda.

La dipendenza globale dal debito per sostenere la domanda

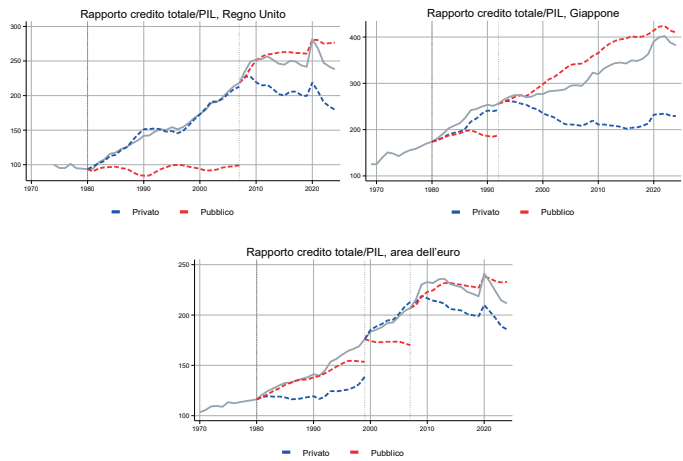
L'aumento globale del risparmio ha determinato dinamiche simili a quelle osservate negli Stati Uniti riguardo all'evoluzione del debito totale e alla sua ripartizione tra le componenti privata e pubblica. La figura 12 riporta l'andamento del debito totale e la sua scomposizione in debito pubblico e privato per quanto riguarda Regno Unito, Giappone e area dell'euro. Come negli Stati Uniti, l'aumento del rapporto tra debito totale e PIL dal 1980 circa fino alla fine degli anni duemila è stato trainato in larga misura dal debito privato, con gran parte di tale incremento ascrivibile all'indebitamento delle famiglie. Dopo il 2008, tuttavia, il settore privato è stato costretto a ridurre la leva finanziaria e la crescita del credito si è spostata verso il settore pubblico in concomitanza con l'ampliamento dei disavanzi di bilancio da parte dei governi.

Vale la pena ribadire due punti. In primo luogo, se il debito finanzia investimenti produttivi, i rendimenti più elevati che ne derivano e la più rapida crescita futura del PIL possono generare le risorse per servirlo e, nel tempo, estinguerlo. In un simile contesto, ci aspetteremmo che i rapporti debito/

PIL per il settore privato siano relativamente stabili nel lungo periodo. Per contro, se utilizzato principalmente per finanziare i consumi, il debito tende ad accumularsi nel tempo e, attraverso il meccanismo della domanda trainata dal debito, esercita persistenti pressioni al ribasso sui tassi di interesse. In secondo luogo, se l'eccesso di risparmio persiste mentre il settore privato non è più in grado o non è più disposto ad assorbire ulteriori flussi sotto forma di indebitamento, i governi sono di fatto costretti a sostenere disavanzi più elevati: l'indebitamento pubblico diventa l'unico modo per evitare una recessione profonda o prolungata.

Figura 12

Debito privato e pubblico - Regno Unito, Giappone, area dell'euro



Fonte: le serie di dati relative al debito pubblico e privato in rapporto al PIL sono tratte dal Global Debt Database dell'FMI.

Il Giappone offre una chiara evidenza di tale dinamica. Per questo paese, il "momento 2008" è arrivato molto prima, con il crollo della bolla immobiliare e finanziaria nel 1991. Come è avvenuto nel Regno Unito e negli Stati Uniti, quando il settore privato non è stato più in grado di assorbire l'eccesso di risparmio, il governo è intervenuto con persistenti disavanzi di bilancio. L'area dell'euro mostra un andamento simile. Il debito privato ha iniziato ad aumentare rapidamente con l'adozione dell'euro, che ha agevolato l'integrazione finanziaria e l'espansione del credito; successivamente, dopo la crisi finanziaria mondiale del 2008, anche i governi dell'area dell'euro sono stati costretti ad aumentare i disavanzi di bilancio e il debito pubblico.

La dominanza fiscale a livello globale

Il ricorso prolungato al debito volto a sostenere la domanda ha, in ultima analisi, fatto ricadere sui governi l'onere di mantenere disavanzi persistenti. Come discusso in precedenza, ciò colloca le autorità di bilancio in una ristretta zona "Goldilocks": i disavanzi devono essere sufficientemente ampi da impedire che l'economia cada in una trappola della liquidità, ma non così elevati da spingere i tassi di interesse a livelli tali da rendere insostenibile il debito pubblico. Trovare questo equilibrio è intrinsecamente difficile, soprattutto quando altri shock alla crescita, all'inflazione o ai premi per il rischio spostano continuamente la posizione e l'ampiezza della zona Goldilocks.

Pur prescindendo dalle attuali contrapposizioni di parte, non è realistico aspettarsi che il sistema politico riesca a mantenere nel tempo i disavanzi entro un intervallo così precisamente definito. Sul piano politico, è molto più facile aumentare la spesa e tollerare disavanzi più elevati in presenza di una domanda debole piuttosto che ridurli una volta che le condizioni economiche si sono normalizzate. L'esperienza recente mostra che molte delle principali economie stanno effettivamente faticando a mantenere questo equilibrio, con rapporti debito/PIL in aumento e crescenti preoccupazioni riguardo alla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. Un timore ancora più forte è che l'aumento dei rischi di conflitti militari a livello globale faccia lievitare la spesa per la difesa finanziata dal debito, spingendo i disavanzi al di fuori della zona Goldilocks. Un secondo rischio è rappresentato dall'aumento delle pressioni esercitate dalla spesa pensionistica dei sistemi a ripartizione nelle economie avanzate caratterizzate dall'invecchiamento della popolazione.

Il pannello (a) della figura 13 mostra la variazione del tasso a termine a 10-20 anni tra il 2019 e il 2024 nei paesi dell'area dell'euro, a fronte della variazione del rapporto debito/PIL nello stesso periodo. Emerge una chiara correlazione positiva: i paesi che hanno adottato misure di espansione del bilancio più aggressive dopo lo scoppio della pandemia di Covid-19 hanno registrato i maggiori aumenti dei rendimenti a termine. Poiché i paesi dell'area dell'euro

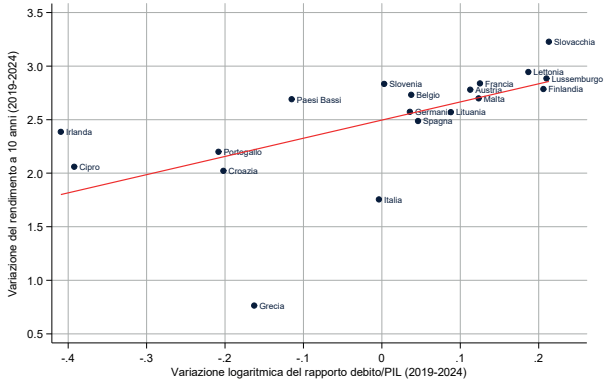
condividono una politica monetaria comune e, in certa misura, sovvenzionano vicendevolmente in modo implicito i rispettivi debiti sovrani, è probabile che la pendenza di questa linea sottostimi il reale effetto dell'espansione dei bilanci nazionali sui rendimenti futuri.

Il pannello (b) della figura 13 riporta il rendimento a termine a 10-20 anni per Stati Uniti, Regno Unito e Svizzera e una media dei paesi dell'area dell'euro ponderata in base al PIL (utilizzando pesi del PIL del 2019). Tutte le serie sono normalizzate a zero a gennaio 2021, sottraendo il valore registrato in quella data. La figura mostra un marcato aumento dei rendimenti a termine per Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro, giurisdizioni che durante la pandemia di Covid-19 hanno attuato consistenti misure di espansione di bilancio, con effetti persistenti sui disavanzi e sul debito. La Svizzera mostra invece, nello stesso periodo, una modesta variazione dei rendimenti a termine, che sono tornati ai livelli precedenti la pandemia. La Svizzera è, inoltre, un paese con una regola di bilancio, prevista dalla legge, che impone il pareggio dei conti pubblici nell'arco del ciclo economico: tra il 2019 e il 2024, il rapporto debito/PIL della Svizzera è diminuito di circa cinque punti percentuali, mentre quello del Regno Unito è aumentato di circa diciotto punti. Nel loro insieme, le evidenze suggeriscono che le finanze pubbliche sono sottoposte a crescenti tensioni in gran parte delle principali economie avanzate.

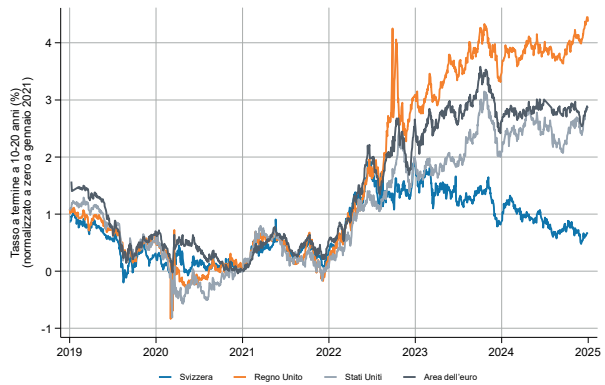
Figura 13

Aumento dei rendimenti e debito pubblico

(a)



(b)



Fonte: i rendimenti a termine nel pannello (b) sono calcolati utilizzando i dati del Global Financial Database ed espressi come differenze rispetto a gennaio 2021. In tale data i rendimenti a termine per l'area dell'euro, la Svizzera, il Regno Unito e gli Stati Uniti erano pari, rispettivamente, allo 0,67, al -0,28, all'1,01 e al 2,03 per cento. La serie relativa all'area dell'euro corrisponde alla media ponderata per il PIL del 2019 per Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna.

8. Osservazioni conclusive e prospettive future

L'espansione senza precedenti del debito globale è il riflesso di un aumento sostenuto del risparmio desiderato. Uno dei fattori determinanti è l'eccesso di risparmio dei ceti più abbienti: la quota crescente di reddito che va a beneficio dei super-ricchi a livello mondiale (ad esempio, l'1 per cento superiore della distribuzione), i quali risparmiano in misura molto maggiore rispetto al resto della popolazione. Una fonte correlata di risparmi in eccesso è rappresentata dall'espansione del capitalismo di Stato, con gli esportatori di petrolio e le economie asiatiche in forte crescita che hanno reinvestito ingenti avanzi di conto corrente nei mercati finanziari globali.

In linea di principio, questo flusso aggiuntivo di risparmio avrebbe potuto finanziare investimenti produttivi e quindi favorire una crescita più sostenuta nel lungo periodo. In pratica, tuttavia, gran parte dell'incremento del debito globale riflette un aumento dell'indebitamento *non produttivo*, che ha finanziato i consumi anziché gli investimenti. Il motivo per cui gli investimenti aggregati siano stati così anelastici rispetto all'aumento della disponibilità dei risparmi rimane una questione aperta e di grande rilevanza. Di fronte a tale anelasticità, l'aumento dell'eccesso di risparmio è stato assorbito attraverso debito destinato a finanziare i consumi, con profonde conseguenze per l'economia globale: domanda alimentata dal debito, compressione dei tassi di interesse

naturali e una condizione in cui i governi sono costretti a confrontarsi con un difficile dilemma di "Goldilocks" che ha assunto sempre più la forma della dominanza fiscale.

La classe politica e il mondo accademico hanno in gran parte trascurato le conseguenze a lungo termine dei profondi squilibri strutturali causati da una crescita sempre più diseguale a partire dagli anni ottanta. L'eccesso di risparmio che ne è derivato ha spinto al ribasso i tassi di interesse e al rialzo il credito, creando talvolta le condizioni per cicli di espansione e contrazione, come quello culminato nella Grande Recessione del 2008. Tuttavia, questi episodi sono stati costantemente interpretati come anomalie "cicliche" e trattati con strumenti keynesiani tradizionali che hanno dovuto assumere dimensioni sempre più estreme: disavanzi di bilancio più elevati, salvataggi bancari più consistenti e politiche monetarie estremamente espansive. Sebbene possano alleviare i costi economici nel breve periodo, tali misure fungono più da palliativi che da rimedi definitivi, limitandosi di fatto a rimandare il problema nel tempo. Quando la causa sottostante è di natura strutturale, è necessaria una risposta strutturale, non semplici correzioni cicliche.

I risparmi in eccesso hanno costretto i governi di tutto il mondo ad aumentare i disavanzi di bilancio una volta che il settore privato non è stato più in grado di accumulare debito a un ritmo paragonabile a quello che ha caratterizzato il periodo precedente il 2008. Sul piano politico, questa risposta è stata

molto conveniente: di solito si riscontra una resistenza molto minore all'aumento della spesa quando a nessuno viene chiesto esplicitamente di sostenerne l'onere. Guardando al futuro, tuttavia, l'incombente precipizio demografico fa presagire che le pressioni sui bilanci pubblici continueranno a far lievitare i disavanzi al di là dell'area di sicurezza della zona di "Goldilocks". I mercati stanno già lanciando segnali di allarme sotto forma di un'impennata dei tassi di interesse a termine.

La rapida diffusione dell'intelligenza artificiale (IA) rischia di aggravare questi problemi strutturali. Se l'andamento fortemente asimmetrico dei recenti rendimenti del mercato azionario è indicativo delle tendenze future, l'IA potrebbe accentuare una distribuzione del reddito e della ricchezza già fortemente diseguale. Allo stesso tempo, l'IA sembra rafforzare, anziché indebolire, le forme di capitalismo guidate dallo Stato, in quanto i governi e le grandi aziende già consolidate si stanno muovendo in modo aggressivo per plasmarne e controllarne gli ecosistemi. Nel loro insieme, queste dinamiche rischiano di aggravare proprio quegli squilibri strutturali che hanno afflitto l'economia globale negli ultimi cinquant'anni, rendendoli ancora più difficili da risolvere.

Come dovremmo rispondere a queste sfide? Se non affronteremo le cause profonde della disuguaglianza, la stabilità economica globale rimarrà fragile e continueremo a convivere con i rischi di un'economia mondiale fortemente indebitata. La disuguaglianza viene spesso inquadrata come

una questione morale, ma il suo risvolto macroeconomico è ancora più netto: quando una quota eccessiva del reddito si concentra nelle mani dei più ricchi, la domanda si indebolisce, i disavanzi pubblici persistono e una dipendenza sempre maggiore dal debito rende vulnerabile l'intero sistema. Marriner Eccles colse questa logica collettiva con straordinaria chiarezza nel 1933, e il suo monito resta valido ancora oggi:

> È nell'interesse dei benestanti, per proteggerli dalle conseguenze della loro stessa follia, che dovremmo prelevare una quota sufficiente delle loro eccedenze, in modo da consentire ai consumatori di consumare e alle imprese di operare conseguendo profitti. Non si tratta di "spremere i ricchi", semmai di salvarli.
>
> - Marriner Eccles (ex Presidente, Federal Reserve statunitense)

Riferimenti bibliografici

- Chen, Peter, Loukas Karabarbounis e Brent Neiman, *The global rise of corporate saving*, "Journal of Monetary Economics", 2017, 89, pp. 1-19.
- Fondo monetario internazionale, Dipartimento per gli Affari fiscali, *2024 Global Debt Monitor*, Washington, DC, dicembre 2024.
- Liu, Ernest, Atif Mian e Amir Sufi, *Low Interest Rates, Market Power, and Productivity Growth*, "Econometrica", 2022, 90 (1), pp. 193-221.
- Mian, Atif, Ludwig Straub e Amir Sufi, *Indebted Demand*, "The Quarterly Journal of Economics", 2021, 136 (4), pp. 2243-2307.
- Mian, Atif, Ludwig Straub e Amir Sufi, *A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits*, "American Economic Review", dicembre 2025, 115 (12), pp. 4253-4291.
- Mian, Atif, Ludwig Straub e Amir Sufi, *The Saving Glut of the Rich*, Working Paper 26941, National Bureau of Economic Research, aprile 2025.