

L'euro nel labirinto dei debiti sovrani

Prospettive e scenari per l'economia italiana.

di Carmelo Pierpaolo Parello

Introduzione

Da quando la bolla immobiliare americana ha fatto deflagrare i mercati finanziari del pianeta, il mondo non è più lo stesso. In appena due anni di recessione quasi tutti i paesi della UE27 – Polonia esclusa – hanno visto crollare il proprio PIL aggregato e ridimensionare il livello di benessere dei propri cittadini; molte delle principali banche d'affari del vecchio e del nuovo continente sono state ad un passo dal fallimento, e ancora oggi giocano col fuoco di un mercato finanziario senza regole e sempre sull'orlo di una crisi di nervi; il mito del super-liberismo oggi scricchiola sotto la spinta della crescente richiesta di regolamentazione e di supervisione dei mercati da parte dei governi. Il mondo si trova così ad archiviare definitivamente gli anni della *great moderation* e dei soldi facili a rischio zero, ed inizia a rimpiangere il tempo in cui le banche facevano semplicemente le banche.

Tra tutti i paesi travolti dalla crisi, la Grecia, col suo tracollo finanziario ed i suoi disordini di piazza, è senza dubbio il paese che più di tutti ha pagato il prezzo più alto, diventando addirittura una sorta di laboratorio per testare fino a che punto l'architettura istituzionale che regge la moneta unica europea è in grado di resistere alle marea della speculazione. Ma vista la resilienza e la virulenza della crisi, il pericolo che un contagio finanziario possa mettere in ginocchio altre economie europee, e con esse l'intero progetto di integrazione monetaria europea, è tutt'altro che passato.

Per evitare che ciò avvenga i governi dell'UE27 hanno recentemente varato un maxi-piano che prevede fino a 720 miliardi di stanziamenti in cui è prevista anche la partecipazione dell'Fmi per una quota di 250 miliardi – in difesa dell'euro, e contro la speculazione al ribasso in caso di rischio default dei propri debiti sovrani. Tuttavia questo piano, pur contribuendo a dissolvere la spessa nube di polemiche che aveva avvolto i palazzi della politica di Bruxelles, non ha completamente spento i rischi del mercato, spostando anzi l'attenzione verso i tanti dubbi che avvolgono i dettagli tecnici con cui si concretizzerà l'operatività della BCE attraverso il cosiddetto *special purpose vehicle*.

Secondo gran parte dei *traders*, il solo fatto di aver creato un'istituzione capace di far fronte a crisi di panico dei mercati e di difendere il valore della moneta unica non è di per sé garanzia di stabilità e sviluppo per l'intera UE27, specie se il prolungato ricorso ad operazioni di acquisto della BCE possono, malgrado le operazioni di sterilizzazione, generare una perdita di controllo dell'offerta di moneta e/o indesiderate spinte inflattive. A sostegno dello *special purpose vehicle* e degli altri canali di intervento previsti dal piano, sarebbe indispensabile che i governi delle economie considerate più a rischio, da un lato, e quelli delle economie più ricche, dall'altro, gestissero in maniera concertata questo delicato periodo storico, cercando di limare i tanti aspetti di vulnerabilità finanziaria e di debolezza strutturale che tanto appassionano gli speculatori internazionali.

Ma quali sono i punti nevralgici su cui è necessario intervenire? E soprattutto: quanto sono vulnerabili, almeno dal punto di vista macroeconomico, le economie europee? Alcuni commentatori, primo tra tutti Oscar Giannino dalle colonne de "Il Messaggero"¹, hanno provato a dare un risposta a questo quesito

¹ "Per ora siamo al riparo grazie al risparmio e basso debito estero". Il Messaggero, martedì 20 aprile 2010.

attraverso uno studio della tenuta finanziaria delle economie PIIGS. La sua analisi, tutta incentrata sul connubio risparmio-stock di debito, ha concluso che i paesi cosiddetti PIIGS possono essere fatti rientrare all'interno di una duplice categoria: i paesi a rischio insolvenza, caratterizzati da un alto debito estero, in rapporto al PIL, ed un basso tasso di risparmio; i paesi a rischio liquidità, caratterizzati da un più elevato tasso di risparmio e da un alto debito estero in rapporto al PIL. Grecia e Portogallo, secondo Giannino, appartengono alla prima categoria, mentre Spagna ed Irlanda appartengono alla seconda. L'Italia, conclude Giannino, non apparterebbe a nessuna delle due categoria poiché il suo tasso di risparmio è notoriamente elevato e perché il suo indebitamento estero, da lui calcolato sommando le entrate e le uscite dell'ultimo decennio, non supera l'8 per cento del PIL, mentre per Grecia, Portogallo e Spagna, questo dato ammonta, rispettivamente, a 104, 122 e 65 per cento.

A parte l'arbitrarietà dei calcoli – non si capisce, ad esempio, il perché i mercati finanziari dovrebbero basare i loro conteggi sugli ultimi dieci anni della serie –, l'articolo di Giannino non solo non fornisce i dati del tasso di risparmio di queste economie, ma dimentica anche di analizzare le tendenze delle serie che hanno caratterizzato l'ultimo decennio. Gli operatori finanziari, com'è risaputo, sono prettamente agenti *forward-looking*, orientati, cioè, verso una valutazione dei rischi di mercato che sconta scenari futuri piuttosto che passati. Ciò dovrebbe tendere a far preferire uno studio delle tendenze complessive delle economie, piuttosto che aspetti marginali o parziali. Inoltre, considerare il livello del risparmio (ovviamente quello lordo) come una sorta di salvagente con cui non affondare rischia di essere incorretto, specie nel caso di economie ad alta intensità capitalistica come l'Italia. Meglio sarebbe incentrare l'analisi sul concetto di risparmio netto e provare a capire quali sono le tendenze della nostra economia in modo da confrontarla con quelle degli altri paesi. Cosa che faremo in questa breve nota di approfondimento, in cui proveremo ad approfondire la formazione del risparmio netto delle più importanti economie europee attraverso un'analisi dei movimenti di capitali, della formazione del risparmio e della formazione del debito estero.

L'obiettivo è quello di capire in che modo l'attuale crisi dei subprime ha indebolito la struttura economico-finanziaria delle prime due economie europee – Francia e Germania – e dei PIIGS – Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna –, e se essa sia anche stata in grado di ridefinire, o al limite rafforzare, i ruoli di leadership all'interno della UE27.

Tassi di risparmio e indebitamento netto: dov'è finita la parsimonia italiana?

La tab. 1 mette a confronto il PIL nominale, reddito nazionale lordo disponibile (RNLD), risparmio lordo e netto, e i movimenti di capitale netti, di Germania, Francia, Regno Unito e dei PIIGS, per gli anni 2008 e 2009. Il RNLD è una misura del reddito di cui un paese dispone per i consumi finali ed il risparmio.² A differenza del PIL, esso è una misura più appropriata per studiare la formazione del risparmio di una nazione poiché depura il PIL da tutte quelle componenti di reddito che non restano all'interno del territorio di un Paese in quanto prodotte da non residenti.

In tutti i paesi del campione l'avvento della crisi ha rappresentato una generalizzata contrazione del PIL nominale che si è prontamente trasformata in un rallentamento del RNLD, e in una riduzione del risparmio nazionale sia lordo che netto. Nel primo anno della crisi, in media, tutti i paesi del campione hanno fatto

² Se un paese è un'economia aperta, il suo RNLD differisce dal PIL a causa dei movimenti di capitali dovuti 1) all'ingresso dei redditi percepiti dai residenti all'estero e all'uscita quelli percepiti dai non residenti nel paese in questione; 2) ai trasferimenti unilaterali in entrata o in uscita dal Paese. In termini analitici, la relazione che lega PIL e RNLD può essere sintetizzata attraverso la seguente formula:

RNLD = PIL + Redditi Netti dall'estero + Trasf. Unilaterali netti dall'estero.

registrare un rallentamento del RNLD maggiore di quello del PIL di circa mezzo punto percentuale. Questo significa che la crisi si è trasferita sul reddito netto delle famiglie in maniera più che proporzionale. L'unica eccezione alla "regola del mezzo punto" è costituita dall'Italia, il cui tasso di crescita del RNLD del 2008 è sceso di quasi un punto percentuale in più rispetto a quello del PIL. Questa dinamica evidenzia, per il Bel Paese, una fuoriuscita di reddito maggiore della media europea e, quindi, una maggiore debolezza della sua economia nel difendere il proprio reddito nazionale dall'insorgere di eventi esterni. Questa debolezza è confermata anche dal dato del 2009 che vede solo il RNLD del nostro Paese, stavolta in compagnia di quello del Portogallo, contrarsi in maniera più decisa rispetto alla media europea.

Tabella 1. Reddito nazionale lordo disponibile e risparmio nazionale lordo e netto. - Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat.

		Livelli		Variaz. %	
		2008	2009	2007/2008	2008/2009
Germania	PIL ai p.m. (mld di euro)	2.495,8	2.407,2	2,8	-3,5
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	2.505,9	2.505,9	2,3	-3,5
	Risp. Lordo (in % del PIL)	25,8	22,0		
	Risp. Netto (in % del PIL)	11,1	6,8		
Irlanda	PIL ai p.m. (mld di euro)	181,8	163,5	-4,2	-10
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	153,5	n,d.	-4,2	n.d.
	Risp. Lordo (in % del PIL)	16,9	n,d.		
	Risp. Netto (in % del PIL)	7,2	n,d.		
Grecia	PIL ai p.m. (mld di euro)	239,1	237,5	5,6	-0,7
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	230,6	229,4	5,6	-0,5
	Risp. Lordo (in % del PIL)	7,1	5,0		
	Risp. Netto (in % del PIL)	-5,1	-8,1		
Spagna	PIL ai p.m. (mld di euro)	1.088,5	1.051,1	3,4	-3,4
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	1.048,6	1.019,1	2,9	-2,8
	Risp. Lordo (in % del PIL)	19,7	19,8		
	Risp. Netto (in % del PIL)	3,5	n,d.		
Francia	PIL ai p.m. (mld di euro)	1.950,1	1.943,40	2,9	-0,3
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	1.933,6	n,d.	2,5	-0,3
	Risp. Lordo (in % del PIL)	18,9	n,d.		
	Risp. Netto (in % del PIL)	5,0	n,d.		
Italia	PIL ai p.m. (mld di euro)	1.567,9	1.520,9	1,4	-3
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	1.528,2	1.478,9	0,4	-3,2
	Risp. Lordo (in % del PIL)	18,0	15,8		
	Risp. Netto (in % del PIL)	1,8	-1,2		
Portogallo	PIL ai p.m. (mld di euro)	166,5	163,9	2,1	-1,5
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	162,3	159,1	1,8	-2
	Risp. Lordo (in % del PIL)	10,2	8,6		
	Risp. Netto (in % del PIL)	-6,8	-8,5		
Regno Unito	PIL ai p.m. (mld di euro)	1.810,5	1.568,4	-12	-13,4
	Redd. Naz. lordo disp. (mld di euro)	1.830,8	1.584,1	-11,5	-13,4
	Risp. Lordo (in % del PIL)	15,4	12,3		
	Risp. Netto (in % del PIL)	4,6	1,0		

Ma la sensibilità alla crisi del nostro RNLD non è l'unica nota a destare preoccupazione. A partire dal 2009, infatti, il risparmio nazionale netto dell'Italia – pari al risparmio nazionale lordo al netto del consumo del

capitale fisso³ – è, per la prima volta da quando esiste la serie storica di Eurostat, passato in territorio negativo per un ammontare pari all'1,2 per cento del PIL. Ciò significa che il risparmio lordo della nostra economia non è più in grado, da solo, di coprire il costo di ricomposizione del capitale andato perduto nel corso dell'attività di produzione a causa dell'obsolescenza tecnologica, della crescita della forza lavoro e del logorio fisico.

Ma quali sono le conseguenze della negatività del risparmio negativo?

In primo luogo, la negatività del nostro tasso di risparmio netto, se trascurata, rischia di accelerare il processo di convergenza della struttura economica del Paese verso quella delle economie più deboli dell'unione; quelle economie, cioè, in cui il risparmio lordo privato è quasi interamente drenato dalla quota di risorse necessarie a ripianare il consumo del capitale fisso, ed in cui il peso del costo d'utilizzazione del capitale sugli investimenti fissi lordi è appesantito da rapporti capitale-prodotto eccessivi rispetto alla media europea. In secondo luogo, la situazione del nostro risparmio nazionale netto indebolisce la nostra posizione finanziaria internazionale, mettendo il finanziamento dei nostri investimenti netti, e quindi il finanziamento della crescita economica futura dell'Italia, alla totale mercé del risparmio estero.

Tabella 2. Flussi di capitale e indebitamento netto. Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat.

		% del PIL		
		2007	2008	2009
Germania	Indeb. (-) /Accr. Netto (+)	7.9	6.6	5.0
	Flussi di capitale cumulati in entrata: saldo ultimi 10 anni	31.3	39.7	45.7
Irlanda	Indeb. (-) /Accr. Netto (+)	-4.3	5.0	n.d.
	Flussi di capitale cumulati in entrata: saldo ultimi 10 anni (*)	-25.4	-37.4	n.d.
Grecia	Indeb. (-) /Accr. Netto (+)	-12.5	-12.4	12.3
	Flussi di capitale cumulati in entrata: saldo ultimi 10 anni	n.d.	n.d.	-158.6
Spagna	Indeb. (-) /Accr. Netto (+)	-9.6	-9.1	-4.7
	Partite correnti della BdP 10 anni precedenti: saldo	-75.0	-89.0	-89.3
Francia	Indeb. (-) /Accr. Netto (+)	-2.2	-3.3	n.d.
	Flussi di capitale cumulati in entrata: saldo ultimi 10 anni	-0.5	-7.7	n.d.
Italia	Indeb. (-) /Accr. Netto (+)	-1.7	-3.1	-3.1
	Flussi di capitale cumulati in entrata: saldo ultimi 10 anni	-4.3	-10.7	-15.8
Portogallo	Indeb. (-) /Accr. Netto (+)	-8.4	-10.4	-9.5
	Flussi di capitale cumulati in entrata: saldo ultimi 10 anni	-99.6	-104.3	-103.9
Regno Unito	Indeb. Netto (-) /accr. Netto (+)	-2.4	-1.4	-1.3
	Flussi di capitale cumulati in entrata: saldo ultimi 10 anni	-29.2	-28.5	-25.5

(*) non include le acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte

³ In contabilità nazionale il termine “consumo del capitale fisso” (dall'inglese *consumption of fixed capital*) fa riferimento ai cosiddetti ammortamenti, ossia a quelle spese che sono volte a reintegrare il capitale che annualmente si logora (e quindi perde valore) a causa dell'attività di produzione.

Finora gli unici due Paesi a far registrare risparmi netti negativi sono stati Grecia e Portogallo (vedi tab. 1). E non a caso sono proprio le economie di Grecia e Portogallo quelle maggiormente esposte alla bufera dei mercati finanziari. Il punto da capire è che un risparmio netto cronicamente negativo finisce per generare un continuo ricorso all'indebitamento estero che, prima o poi, genererà problemi di sostenibilità della bilancia dei pagamenti.⁴ Ed è proprio questo aspetto che potrebbe stare alla base dello scetticismo delle borse verso il nostro Paese.

La tab. 2 mette a confronto i flussi di capitale in entrata ed in uscita dei principali paesi della UE27. La Germania è l'unico paese del campione ad aver approfittato della crisi per rafforzare la propria *leadership* all'interno dell'unione. In rapporto al PIL, il dato cumulato dei surplus di partite correnti della bilancia dei pagamenti tedesca del decennio precedente sono infatti aumentati negli ultimi tre anni, passando dal 31,3 per cento del 2007 al 45,7 per cento del 2009. Per l'Italia, lo stesso indice ci dice che il nostro Paese si muove in direzione opposta alla Germania ma in linea con la Francia, ma anche che, in percentuale del PIL, la nostra economia si trova in una situazione peggiore di quella francese.⁵

Ma come mai un paese storicamente famoso per la sua parsimonia si trova, per la prima volta nella sua storia, a registrare tassi di risparmio netti negativi?

La fig. 1 riporta gli andamenti dei tassi di risparmio netto⁶ delle prime quattro economie dell'area euro dal 1980 al 2009. Dalla figura emerge in maniera chiara come la negatività del dato italiano del 2009 non ha natura congiunturale ma è dovuta ad una dinamica involutiva che inizia intorno al 1996, in piena *great moderation*, e peggiora drammaticamente in corrispondenza del 2007 a causa dell'acuirsi della recessione. Questo fenomeno non è solo italiano ma coinvolge anche la Spagna. Tuttavia, nel caso dell'economia spagnola l'insorgere di un trend decrescente per il tasso di risparmio netto si ha solo dopo l'inizio del periodo di crescita con indebitamento degli ultimi anni, e comunque non prima del 2003.

Per la Francia l'andamento della curva sembra invece mostrare un certa resilienza del risparmio nazionale. Durante la fase di progressivo leveraging delle economie che ha caratterizzato gli anni che vanno dal 2002 al 2007, la Francia è comunque riuscita a stabilizzare il suo tasso di risparmio netto su livelli vicini a quelli del 1995. Ciò significa che la contrazione avutasi in corrispondenza dell'ultimo anno disponibile della serie ha natura congiunturale.

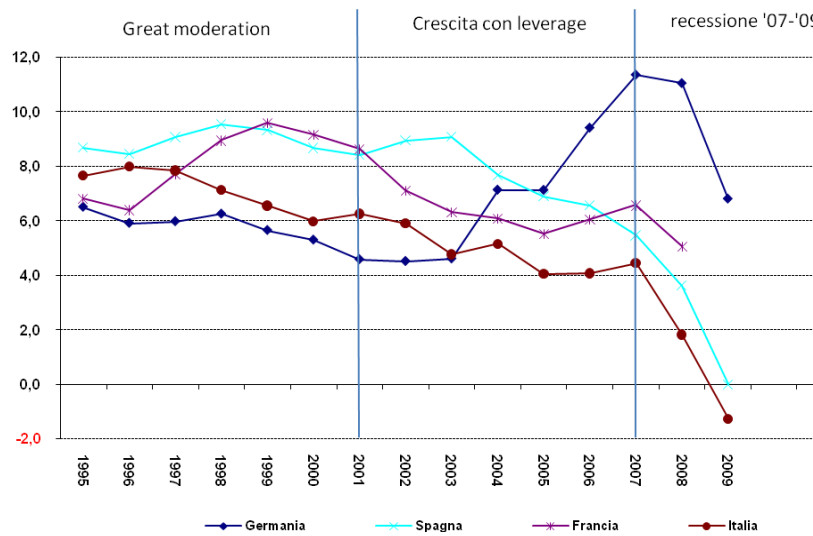
Un discorso diverso va invece fatto per la Germania e per la sua brillante performance degli ultimi sette/otto anni. Durante la *great moderation*, il tasso di risparmio netto dell'economia tedesca era in fase di declino. A partire dal 2003, la curva inizia un brusco cambiamento di tendenza che nel giro di quattro anni farà schizzare il tasso risparmio netto tedesco dal 4,6 all'11,4. Questo fatto conferma la leadership della tedesca all'interno della zona euro ma mette le autorità politiche di Bruxelles, per la prima volta nella storia della UE, davanti ad una sorta di nuovo *European imbalance*, il cui perseverare potrebbe essere causa di ulteriori instabilità per l'euro sistema.

4 In base al sistema europeo di contabilità nazionale ESA95, infatti, la somma del risparmio netto e dei trasferimenti in conto capitale rappresentano il totale delle attività in conto capitale di un paese. Tali attività vengono impiegate per finanziare gli investimenti fissi netti, l'acquisto di oggetti di valore e di attività non finanziarie non prodotte, la cui somma costituisce il totale delle passività in conto capitale. Se le attività sono superiori alle passività, ne risulta un accreditamento netto del Paese nei confronti del resto del mondo; viceversa ne risulta un indebitamento netto.

⁵ Nel 2008 – ultimo dato disponibile per la Francia – il differenziale era di soli tre punti percentuali, ma vista la performance decisamente peggiore dell'Italia in termini di crescita economica, nel 2009 è probabile che questo gap sia destinato ad aumentare.

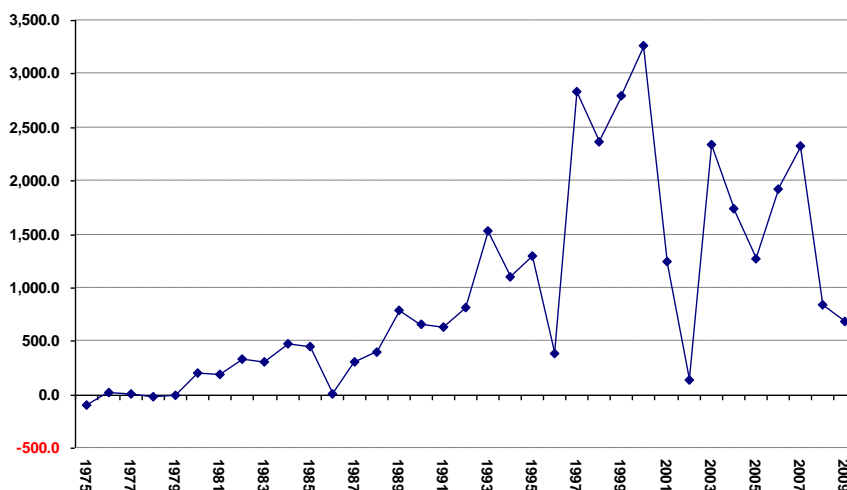
⁶ Il tasso di risparmio netto è pari al rapporto tra risparmio nazionale netto e reddito nazionale lordo disponibile

Figura 1: Tassi di risparmio netto delle prime quattro economie dell'area Euro. Fonte: Elaborazioni su dati EUROSTAT.



Volendo approfondire il caso dell'Italia, ad incidere sull'andamento negativo del tasso di risparmio del nostro Paese sono stati sia la riduzione della propensione marginale al risparmio delle famiglie, sia l'aggravarsi della nostra situazione di finanza pubblica. Riguardo la flessione della propensione al risparmio, l'ISTAT ha a più riprese segnalato come questa flessione sia dovuta ad una riduzione del loro reddito disponibile delle famiglie.

Figura 2: Flusso di capitali netti da e verso il resto del mondo dal 1975 al 2009. Fonte: Elaborazioni su dati EUROSTAT.



In aggiunta, però, va anche detto che la minore propensione al risparmio dell'Italia è il risultato di una modificazione del comportamento al consumo delle famiglie che ha radici nella recente stagione di trasformazioni e innovazioni finanziarie che hanno reso meno stringente l'accesso al credito da parte delle famiglie. Per l'Italia tale fenomeno, benché meno accentuato rispetto a quanto avvenuto negli altri paesi dell'unione, ha consentito alle famiglie di poter anticipare, anche grazie ai bassi tassi d'interesse di mercato,

una parte dei consumi futuri. E questo dato è confermato dal grande afflusso di capitali verso l'Italia (vedi fig. 2) che, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, ha parzialmente finanziato i consumi delle famiglie e gli investimenti delle imprese.⁷ Per quanto riguarda la finanza pubblica ed i possibili legami tra essa e l'andamento del risparmio nazionale netto, l'aumento dei rapporti deficit-PIL degli ultimi dieci anni hanno sicuramente contribuito a drenare il risparmio degli italiani. Va però detto che l'attuale situazione di bilancio dell'Italia non è tanto dissimile dal resto della UE27 (vedi tab. 3), e che anzi l'Italia, grazie alla politica di immobilità nei confronti della crisi adottata dall'attuale esecutivo e alla non necessità per il Ministro Tremonti di dover sostenere il sistema bancario, è stata in grado di contenere l'impatto della recessione sui conti pubblici.

Tabella 3, Finanza pubblica in Europa, Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat

		mln di euro correnti		in % del PIL	
		2008	2009	2008	2009
Germania	saldo primario	68.080	-15.790	2,7	-0,7
	deficit pubblico	990	-79.410	0	-3,3
	debito pubblico (Stock)	1.646.163	1.762.211	66	73,2
Irlanda	saldo primario	-10.689	-19.902	-5,9	-12,2
	deficit pubblico	-13.198	-23.350	-7,3	-14,3
	debito pubblico (Stock)	79.859	104.667	43,9	64
Grecia	saldo primario	-7.371	-20.297	-3,1	-8,5
	deficit pubblico	-18.303	-32.342	-7,7	-13,6
	debito pubblico (Stock)	237.252	273.407	99,2	115,1
Spagna	saldo primario	-27.031	-98.778	-2,5	-9,4
	deficit pubblico	-44.260	-117.630	-4,1	-11,2
	debito pubblico (Stock)	432.233	559.650	39,7	53,2
Francia	saldo primario	-8.788	-100.661	-0,5	-5,2
	deficit pubblico	-64.677	-144.849	-3,3	-7,5
	debito pubblico (Stock)	1.315.147	1489.025	67,5	77,6
Italia	saldo primario	38.586	-9.512	2,5	-0,6
	deficit pubblico	-42.575	-80.800	-2,7	-5,3
	debito pubblico (Stock)	1.663.452	1.760.765	106,1	115,8
Portogallo	saldo primario	130	-10.777	0,1	-6,6
	deficit pubblico	-4.705	-15.425	-2,8	-9,4
	debito pubblico (Stock)	110.377	125.909	66,3	76,8
Regno Unito	saldo primario	-48.080	-148.698	-2,6	-9,5
	deficit pubblico	-89.687	-179.875	-4,9	-11,5
	debito pubblico (Stock)	793.289	1.067.819	52	68,1

⁷ A parte le motivazioni di natura finanziaria, vale la pena ricordare che parte della riduzione del risparmio nazionale lordo è dipeso da alcuni cambiamenti socio-economici che hanno contraddistinto la storia italiana degli ultimi dieci anni, prima fra tutte la riforma del mercato del lavoro, la quale, pur contribuendo ad alleviare il costo del lavoro delle imprese, ha iniziato una fase di compressione del reddito disponibile delle famiglie i cui riflessi sul risparmio nazionale lordo non hanno tardato a manifestarsi.

Nonostante ciò, nel 2009 il saldo primario è ritornato negativo, interrompendo una serie ininterrotta di più di quindici anni di saldi positivi.⁸ Come vedremo meglio nel prossimo paragrafo, quest'inversione di tendenza costituisce per l'Italia un serio campanello d'allarme dal punto di vista macroeconomico, campanello che, visto il disordine crescente in cui si trovano le finanze pubbliche di quasi tutte le economie avanzate, rischia di essere sottovalutato dal governo. Il motivo di tale pericolosità sta nelle interconnessioni che l'elevato debito pubblico del nostro Paese ha con la formazione del risparmio nazionale, ripercussioni che come vedremo meglio nel prossimo paragrafo, potrebbero delineare scenari poco incoraggianti per i mercati.

Guardando al futuro: quali rischi per l'Italia?

L'*affaire* Grecia ha dato vita ad una vera e propria ridda di analisi finanziarie in cui emerge che il mancato coinvolgimento dell'Italia nella *bagarre* finanziaria può essere spiegato con due argomentazioni principali. Primo, l'Italia, rispetto al resto della UE27, vanta un rapporto fra debito complessivo – pari alla somma dei debiti delle famiglie, delle imprese, dello stato e delle banche – e PIL tra i più bassi d'Europa. Secondo, l'Italia, al contrario degli altri partner commerciali, vanta un deficit di bilancio meno elevato della media europea, una bassa esposizione del proprio debito pubblico nei confronti dell'estero, un tasso di risparmio (lordo) elevato.

A prescindere della genuinità dei dati citati, questo tipo d'analisi ha il limite di non guardare ai veri problemi strutturali dei Paesi che si trovano sotto il fuoco della speculazione, limitandosi a trattare la situazione attuale delle loro economie senza chiedersi se questa sia sostenibile nel medio periodo. Inoltre, vincolarsi al solo dato dell'indebitamento attuale dell'Italia non necessariamente deve indurre il governo a dormire tra due guanciali perché dimentica di considerare la congiuntura reale dell'Italia, la cui ripresa pare meno vivace della media europea. Ed è proprio in questa prospettiva che arroccarsi sul concetto di risparmio lordo invece che su quello netto può risultare pericoloso. E' vero che l'Italia ha un risparmio nazionale lordo tra i più elevati d'Europa (in questo Giannino ed altri economisti hanno perfettamente ragione); è anche vero, però, che con questo risparmio l'Italia non è neanche in grado di coprire gli ammortamenti! Se invece guardiamo al risparmio netto, l'Italia ha ben poco da stare allegra poiché un suo eventuale ingresso nel club delle economie cronicamente in debito con l'estero può seriamente compromettere la sua struttura economica. Ed i canali attraverso i quali ciò può verificarsi sono principalmente due: crescita economica e debito pubblico.

Con riferimento al primo punto, in questa nota abbiamo già avuto modo di enfatizzare quali sono i rischi per la crescita economica di una piccola economia aperta che risparmia poco. Questi rischi, lo ribadiamo, stanno sia nella difficoltà con cui le imprese riusciranno a finanziare i propri investimenti, sia nell'indebolimento della posizione finanziaria dell'Italia, la cui dipendenza dal risparmio estero potrebbe concretizzarsi in una quota crescente di interessi che banche e imprese si troveranno a pagare nei mercati internazionali. Per un'economia a bassa crescita come l'Italia, il fatto di dipendere in maniera sempre più determinante dal capitale estero rischia di ingenerare una crisi di fiducia che, presto o tardi, si trasformerà in una maggiore richiesta di interessi. Se l'Italia fosse in grado di crescere ad un ritmo più sostenuto e fosse capace di generare, a parità di investimento, un flusso di prodotto tale da ripianare i debiti e generare una quota crescente di risparmio netto, i mercati probabilmente guarderebbero ad essa in maniera più rilassata e senza eccessivi ricorsi a strumenti di assicurazione del credito come i CDS. Purtroppo l'Italia non è un paese dotato di una vivace produttività del lavoro e di un sistema produttivo elastico e competitivo, e i mercati questo lo sanno bene.

⁸ Come sottolineato da Nens nel suo ultimo rapporto sulla Finanza Pubblica, il disavanzo del 2009 è in gran parte dovuto ad un'infelice dinamica delle entrate fiscali che hanno fatto registrare un tanto impreveduto, quanto vistoso, calo dell'IVA.

Il secondo canale di trasmissione ha invece a che fare con il finanziamento del deficit pubblico e col suo mantenimento. Fino a ieri gran parte del debito pubblico italiano è rimasto in mano ai residenti. Ciò è stato possibile grazie all'alta propensione al risparmio delle famiglie italiane ed alla loro disponibilità a finanziare i vari deficit di bilancio che si sono succeduti nel tempo. Ultimamente la diminuzione della propensione marginale al risparmio delle famiglie ed il concomitante ricorso ai mercati finanziari internazionali da parte del governo, stanno lentamente facendo fuoriuscire il debito pubblico italiano dai confini nazionali, con tutte le conseguenze che ciò potrà comportare in caso di crisi di liquidità. In caso di restrizione del mercato, infatti, un eventuale bisogno di liquidità del governo potrebbe scontrarsi con quello del settore privato, generando una pericolosissima competizione tra governo ed imprese nell'accaparramento dei capitali, competizione che potrebbe risolversi solo con un aumento dei tassi d'interesse o, peggio ancora, con l'impossibilità di poter rifinanziare una parte dei propri debiti in scadenza⁹.

Ed è proprio questa competizione che sarebbe molto meglio evitare. Ma come?

Ovviamente attraverso un seria politica di riduzione del debito pubblico e di innalzamento del risparmio nazionale netto, la cui attuazione non può che passare da un'imprescindibile manovra di ricomposizione del saldo primario. Per la ricomposizione del risparmio nazionale netto sarebbe necessario agire su due fronti: quello della formazione del risparmio nazionale lordo, attraverso, ad esempio, politiche attive del mercato del lavoro in grado di limitare l'impatto della recessione sulla formazione del reddito delle famiglie e sull'occupazione, e quello di una riduzione del consumo di capitale fisico dell'economia, magari con una rinverdità ed attenta politica industriale che riduca l'eccessivo rapporto capitale-prodotto della nostra economia e ricomponga dello stock di capitale delle imprese laddove questo risulti essere non più all'avanguardia.

⁹ Per il nostro Paese quest'ultimo scenario, in cui il "*bid-to-cover Ratio*" è inferiore ad uno, non sarebbe affatto una novità e ci riporterebbe all'agosto del 1992 quando l'allora Presidente del Consiglio Giuliano Amato si ritrovò con 3.300 miliardi di BOT invenduti, costringendolo, di lì a poco, a svalutare la lira. Il guaio è che adesso non esiste più una lira da svalutare ma un euro da difendere.