

## COSÌ CI SIAMO SCAVATI LA FOSSA

di Giorgio ARFARAS

---

*Fino agli anni Ottanta l'Italia ha finanziato in disavanzo la costruzione del suo welfare, usando la svalutazione per eludere scelte dolorose. L'euro ci ha offerto la storica occasione di abbattere il debito, ma l'abbiamo sprecaata. Ora ci aspetta una lunga quaresima.*

---

1. **S**I POSSONO SEGUIRE DUE PERCORSI PER provare a sapere che cosa si pensa del Belpaese. Il primo leggendo i giornali, le riviste e i libri. Il secondo seguendo i prezzi (i prezzi sono opinioni) delle attività finanziarie, che risentono del pensiero degli operatori domestici e di quelli internazionali. Qui seguiamo il secondo e lo commentiamo.

Le attività finanziarie sono le azioni (la variazione media annua composta del loro prezzo più il reinvestimento dei dividendi al netto dell'inflazione) e le obbligazioni a lungo e a breve termine (la variazione media annua composta del loro prezzo più il reinvestimento delle cedole al netto dell'inflazione). I mercati finanziari possiamo suddividerli fra: 1) quelli dei paesi che hanno perso (oppure non vinto, per usare un'espressione oggi di moda) le guerre – come la Germania, l'Austria, il Giappone, la Francia, l'Italia; 2) quelli dei paesi che hanno vinto tutte le guerre – gli Stati Uniti, la Gran Bretagna e i *dominions*.

Il primo gruppo – su oltre un secolo – ha offerto dei rendimenti pessimi sul fronte del debito pubblico e modesti sul fronte delle azioni. I paesi che hanno perso le guerre hanno avuto un'inflazione gigantesca dopo la fine dei due conflitti e, in alcuni casi, sono stati occupati militarmente. Come si vede dalla *tabella 1*<sup>1</sup>, il paese messo peggio è l'Austria, che ha perduto l'impero dopo la prima guerra mondiale ed è stata occupata dopo la seconda. L'Italia – ma solo nella competizione dei malmessi – sfigura come rendimento delle azioni, ma non troppo su quello delle obbligazioni. Il secondo gruppo è andato decisamente molto meglio.

Dopo la seconda guerra, come mostra la *tabella 2* (che parte dalla fine della ricostruzione, ovvero dagli anni Sessanta), le cose sono nettamente migliorate per i paesi malmessi, ma non per l'Italia, che arriva ultima. Insomma, l'Italia non

1. I dati a seguire sono tratti da: *Cento anni di investimenti*, Centro Einaudi, 19/2/2013; *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013*, Credit Suisse Research Institute, febbraio 2013.

**Tabella 1- RENDIMENTI MEDI DI AZIONI E OBBLIGAZIONI, 1900-2012**

	AZIONI	OBBLIGAZIONI LT	OBBLIGAZIONI BT
<b>Italia</b>	1,8	-1,6	-3,6
<b>Giappone</b>	3,8	-1	-1,9
<b>Mondo</b>	5	1,8	0,9

Fonte: «Cento anni di investimenti», Centro Einaudi, 19/2/2013; Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013, Credit Suisse Research Institute, febbraio 2013.

è stato un paese che abbia mai dato – almeno per dei periodi lunghi – soddisfazione agli investitori.

Nel secondo dopoguerra, dunque, il miglioramento dei paesi malmessi è netto, ad esclusione dell'Italia. Perché? La spiegazione migliore che conosco<sup>2</sup> cerca l'origine del nostro malandamento nel meccanismo di spesa pubblica in deficit per finanziare velocemente la nascita dello Stato sociale negli anni Settanta e Ottanta, combinata, nello stesso periodo, con una crescita salariale superiore a quella della produttività. Dagli anni Sessanta e, parzialmente, fino agli anni Ottanta, si poteva ampliare lo Stato sociale, anche in assenza di un gettito che coprisse le maggiori spese. Poi non più, perché il debito stava crescendo troppo. A quel punto, il debito pubblico doveva essere messo sotto controllo, cosa che è avvenuta nei primi anni Novanta. Da allora, il debito pubblico italiano è cresciuto solo per la parte relativa al suo servizio (pagamento degli interessi), quando questo era (seppur di poco) maggiore dell'avanzo primario. Fino agli anni Ottanta inoltrati, i titoli del Tesoro hanno avuto rendimenti negativi (al netto dell'inflazione), mentre in seguito i rendimenti sono stati positivi.

2. Proviamo a elaborare il meccanismo del debito e dell'inflazione, della correzione dei conti, e degli effetti della dinamica salariale.

*All'origine del debito e dell'inflazione degli anni Settanta e Ottanta:* a) una spesa pubblica maggiore delle entrate produce deficit, che può essere finanziato da una combinazione di emissione di obbligazioni e di moneta; b) soprattutto negli anni Settanta, le obbligazioni, se non sottoscritte dai privati, erano acquistate dalla Banca d'Italia; c) in tal modo la moneta che entrava nel sistema cresceva e, alla lunga, produceva inflazione; d) l'inflazione non era anticipata da un mercato finanziario primitivo e, di conseguenza, i rendimenti del debito pubblico

**Tabella 2 - RENDIMENTI MEDI DI AZIONI E OBBLIGAZIONI, 1963-2012**

	AZIONI	OBBLIGAZIONI LT	OBBLIGAZIONI BT
<i>Austria</i>	2,6	4,5	2
<i>Italia</i>	-0,1	2,3	-0,3
<i>Germania</i>	4,8	4,3	1,7
<i>Giappone</i>	3,3	4,3	0,4
<i>Francia</i>	4	5,4	0,6
<i>Mondo</i>	5,3	4,3	1

Fonte: «Cento anni di investimenti», Centro Einaudi, 19/2/2013; Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013, Credit Suisse Research Institute, febbraio 2013

erano negativi, ossia il rendimento delle obbligazioni emesse dal Tesoro era inferiore al tasso d'inflazione; e) poiché le entrate dello Stato crescono in proporzione alla crescita del reddito nazionale nominale, lo Stato aveva entrate fiscali crescenti (seppur inferiori alla crescita delle spese), mentre pagava il debito pubblico (le cedole e i titoli in scadenza) in moneta corrente, il cui valore era inferiore a quello in essere quando le obbligazioni erano state sottoscritte; f) in questo modo il debito pubblico pesava relativamente poco sul bilancio dello Stato e perciò la spesa appariva meno onerosa.

Dai primi anni Ottanta, questo meccanismo di occultamento del debito pubblico è bloccato dal cosiddetto divorzio fra la Banca centrale e il Tesoro, laddove la prima non ha potuto più comprare il debito non optato dai privati. Venendo meno la domanda della Banca d'Italia, il debito, per essere sottoscritto dai soli privati, doveva offrire un maggior rendimento, che cominciò a superare il tasso d'inflazione. Così, il debito pubblico assume un costo finanziario e politico esplicito e cessa di costituire una variabile in grado di accontentare tutti – fruitori della spesa e contrari al pagamento delle imposte.

*La correzione dei conti dagli anni Novanta:* a) se il bilancio dello Stato è in avanzo (le entrate sono maggiori delle spese), si ha un surplus (detto «primario»). Se tale avanzo è pari al pagamento degli interessi, non è più necessario emettere altre obbligazioni per pagare gli stessi. Si ha dunque il pareggio di bilancio; b) in questo modo, non si emettono più obbligazioni e il debito pubblico resta invariato. Man mano che l'economia cresce, sempre che si mantenga un avanzo primario adeguato, il debito pubblico finisce per pesare sempre meno sul bilancio dello Stato e dunque sul conflitto politico legato alla combinazione di entrate e spese; c) un rapporto debito/pil decrescente riduce il rischio che un rialzo dei rendimenti possa creare una crisi.

*Gli effetti della dinamica salariale:* a) se i salari crescono più del prodotto per addetto, i prezzi debbono salire, le merci divengono più costose e quindi

meno competitive rispetto a quelle prodotte con salari che crescono come la produttività o più lentamente; b) i salari in linea o sotto la produttività aumentano il margine di profitto lordo, dunque la possibilità di ridurre i prezzi o di aumentare la qualità a parità di prezzo. In ogni modo, consentono di accrescere l'autofinanziamento d'impresa.

3. A un certo punto è presa la decisione di entrare nell'euro. Ciò comportava che il debito pubblico fosse posto sotto controllo, dato che il meccanismo d'aggiustamento dei conti (e del consenso) attraverso le svalutazioni diveniva impossibile. Questa è stata la grande decisione presa negli anni Novanta.

In breve. I salari crescevano più della produttività, pertanto le merci italiane divenivano meno competitive. Dunque o si fermava la crescita salariale, o si investiva in tecnologie superiori che compensassero la crescita del costo del lavoro. La svalutazione della lira era la più semplice delle soluzioni, perché le merci italiane tornavano temporaneamente appetibili, mentre non si toccava la dinamica salariale, ossia si lasciavano intatte le relazioni industriali. Questo percorso non richiedeva – almeno nel breve termine – che la tecnologia salisse di livello. Cosa peraltro non avvenuta neppure nel lungo periodo.

Il canto del cigno del modello italiano si è avuto nei primi anni Novanta: in seguito alla forte svalutazione avutasi con Amato I (1992), l'economia era ripartita; con l'arrivo di Ciampi (1993), si raccolsero i frutti. Frutti che continuarono – in misura meno marcata – con Berlusconi I (1994), Dini (1995) e Prodi I (1996). Dal 2000 l'economia italiana cresce meno della media dei paesi che crescono meno (quelli sviluppati), ma nonostante ciò l'Italia ha avuto la grande occasione di ridurre il debito pubblico. Come mai? Perché si è vista dimezzare, grazie all'euro, il costo del debito. Nel 1996, quando è iniziata la convergenza nell'euro, il rendimento del Btp era intorno al 9%. Nel 2010 è arrivato al 4% e oggi è intorno al 4,5%. Insomma: abbiamo avuto un dimezzamento del costo del debito. A conti fatti, il risparmio da interessi cumulato ha superato i 500 miliardi. Se questo dimezzamento del costo del debito fosse avvenuto a parità di spese pubbliche, oggi avremmo un debito inferiore di 500 miliardi.

Era la grande occasione, pur senza crescita, per assorbire il debito formatosi negli anni Settanta e Ottanta, ai tempi della costruzione – che possiamo definire accelerata – dello Stato sociale. Purtroppo non è andata così, anche se l'euro ha funzionato, nel senso che ha prodotto la convergenza dei rendimenti obbligazionari e dell'inflazione tra i paesi malmessi e quelli virtuosi, con i primi (fra cui l'Italia) nella posizione di trarre il maggior vantaggio. E invece oggi restiamo malmessi e – in assenza di decisioni forti – a rischio di crisi finanziaria. Come si produce quest'ultima? Osservando quella del 2011, si possono distinguere due spine di lungo termine<sup>3</sup> e una di breve<sup>4</sup>.

3. S. PUPPINI, *La dinamica dello spread senza complotti*, Centro Einaudi, 13/12/2012.

4. G. ARFARAS, *Da Berlusconi a Monti*, Centro Einaudi, 20/3/2013.

4. L'idea di un attacco al debito italiano con vendite innescate dalle banche tedesche su indicazione della Bundesbank è sostanzialmente vera ma non è, come alcuni credono, un complotto, perché è stata innescata da fenomeni formati nel corso degli ultimi anni e scaricatisi improvvisamente, ma non inspiegabilmente. La crescita dei debiti pubblici dell'Eurozona ha messo in competizione gli emittenti e ha quindi obbligato i grandi detentori di debito pubblico (banche e istituzioni) a ridurre il peso sul debito italiano. Se si ragiona in termini di investitori passivi (coloro che replicano nei loro portafogli il peso del debito in circolazione), significa che, fatto 100 il portafoglio, se il debito tedesco e francese aumenta di peso rispetto a quello italiano ciò comporta una riduzione forzata (e quindi la vendita) della parte di debito italiana in eccesso, a prescindere dalla sua appetibilità.

I vincoli regolatori svolgono anche loro una parte rilevante nella dinamica dell'estate 2011. Standard & Poor's declassa l'Italia a settembre, ma già prima avviene lo scarico dei titoli italiani, in parte anticipando l'abbassamento del rating. Il passaggio da A+ ad A- accelera il fenomeno, per la necessità di rispettare criteri interni ed esterni che vincolano i portafogli in termini di rischio medio degli investimenti. Ad aggravare la situazione per le banche tedesche (e non solo) è la presenza di una quota elevata di titoli tossici con rating molto basso, che non hanno mercato. Per mantenere il rischio invariato vengono venduti i titoli con rating intermedio, come quelli italiani e acquistati titoli con rating molto elevato, come quelli tedeschi.

Nella polemica politica si ha chi sostiene che la crescita furiosa del differenziale di rendimento (lo spread) fra il nostro Btp e gli altri titoli di Stato nel 2011 è stata una manifestazione dell'isteria dei mercati, che ha alimentato il complotto dei mai definiti «poteri forti» contro Berlusconi III. Complotto che ha portato Monti a Palazzo Chigi. Con la crisi del 2011 c'è stata prima una lesione della sovranità e poi un nulla di fatto: gli spread, infatti, dopo qualche tempo si sono aggiustati. La conclusione, secondo alcuni, è che abbiamo avuto una parentesi (il governo Monti) che lascia interdetti. Quanto c'è di vero e quanto di falso in questo modo di vedere?

Confrontiamo due paesi malmessi: l'Italia, con un debito pubblico maggiore di quello spagnolo, ma che cresce poco; e la Spagna, con un debito pubblico minore di quello italiano, ma che cresce molto. In questo caso, ci si aspetta che l'Italia paghi per il proprio debito un rendimento minore, perché il debito spagnolo prima o poi raggiungerà il nostro, il quale è sostanzialmente sotto controllo. Sappiamo che questa è stata la tendenza (quella di uno spread negativo per l'Italia) fino alla crisi del 2011. Poi, all'improvviso, il nostro debito ha iniziato a pagare un rendimento maggiore di quello spagnolo. Finita la crisi, siamo tornati a pagare di meno.

Conosciamo il differenziale di rendimento fra i Btp e i Bonos, ma non sappiamo quale differenziale avremmo avuto sulla base dei soli fondamentali. Ossia,

il differenziale che tiene conto dei dati economici non legati al mercato del debito pubblico dell'Italia e della Spagna: come il rapporto deficit/pil e debito/pil, la bilancia dei pagamenti, la produzione industriale e via dicendo. Si calcoli allora la differenza fra lo spread effettivo e quello che si sarebbe avuto con i soli fondamentali (che ha il nome tecnico di controfattuale, ossia risponde al quesito «che cosa sarebbe accaduto se»). Tale differenza approssima la credibilità di un governo agli occhi dei mercati finanziari. Nel periodo della crisi, il differenziale tra Btp e Bonos si è allargato ben più di quanto fosse giustificato sulla base dei soli fondamentali: agli occhi dei mercati, Berlusconi non era credibile, mentre Monti lo era. Finita la crisi, il differenziale con la Spagna è tornato a nostro favore, anche prima dell'annuncio di Mario Draghi che sarebbe stata fatta «qualsiasi cosa» per salvare l'euro.

Abbiamo così avuto nel corso della crisi un forte deterioramento non giustificato dai soli fondamentali. Il che dà ragione a chi, all'epoca, si meravigliava della crisi, rimaneva sconcertato dai comportamenti dei mercati finanziari e si rifiutava di disinvestire. Ma dà anche ragione a chi sosteneva che fosse necessaria una maggiore credibilità (ottenibile varando sin da subito la riforma delle pensioni) per riportare le cose velocemente in ordine e aspettava a investire.

La novità di questa analisi è che lo spread in questione è quello con la Spagna (un paese malmesso), non con la Germania (paese ben messo). In questo secondo caso, non si è avuta con Monti la chiusura immediata dello spread. Quindi abbiamo guadagnato una credibilità relativa rispetto ai paesi malmessi, ma non una credibilità assoluta rispetto ai paesi ben messi.

5. Posto, com'è ragionevole, che alla fine il debito italiano – che è liquido e gigantesco – sia tutto rimborsato, si ha per l'industria finanziaria una grande opportunità. Lo si può buttar giù o tirar su: più lo si butta giù (posto che sia rimborsato) e più, in un momento successivo, lo si tira su. Proprio come la nota pubblicità del caffè. In alcuni periodi, esso può essere buttato giù: ci si fa prestare i titoli del Tesoro e li si vende, contando che, per effetto del volume di vendite, calino di prezzo. Poi li si compra e li si rende al prestatore (posizioni corte o scoperte). In altri periodi può essere tirato su: si compra il debito italiano perché al rendimento cedolare si somma la crescita del prezzo (posizioni lunghe). Le fasi dipendono dalla combinazione delle spinte inerziali e della credibilità politica.

Si sono avute quattro grandi cadute di Borsa dopo la seconda guerra mondiale. I numeri riportati nella *tabella 3* sono al netto dell'inflazione, ma non includono i dividendi, i costi di gestione e di transazione e le imposte. La caduta degli anni Sessanta è stata notevole, come quella degli anni Settanta, che in un sotto-periodo è stata anche peggiore. Poi si sono avuti venticinque anni di (relativa) tranquillità – dal 1985 al 2007 – e siamo arrivati all'ultima crisi. Negli anni Sessanta e Settanta abbiamo avuto una causa scatenante di natura interna: le na-

**Tabella 3 - I GRANDI CROLLI DI BORSA**

(valori %)

	CADUTA CUMULATA NEI CINQUE ANNI	RIPRESA CUMULATA NEI SUCCESSIVI CINQUE
1960-1965	-62,3	-0,5
1970-1975	-62,6	-46,1
1973-1978	-80,7	72,6
2007-2013	Oltre il 50	?

Fonte: R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton, 2005

zionalizzazioni, l'inflazione, i sommovimenti sociali.

Ultimamente queste cause scatenanti non ci sono. Allora, perché la Borsa italiana va peggio delle altre? Forse perché nelle fasi di crisi si vendono i titoli della periferia dell'impero? Perché la sua economia va peggio? No, la spiegazione è molto più semplice, anzi banale<sup>5</sup>. Dal 2003 al 2007 la Borsa italiana è andata meglio di

molte altre. Come mai? Si immagina una Borsa composta in buona misura da due settori: quello bancario e quello elettrico/energetico. Si supponga che questi due settori distribuiscano dei dividendi molto alti. Cosa succede a questa Borsa quando un ciclo finanziario spinge i rendimenti delle obbligazioni all'ingiù, mentre le economie crescono, com'è accaduto fino al 2007?

Quando i rendimenti delle obbligazioni scendono dal 9 al 4%, questa Borsa è comprata. Abbiamo visto che distribuisce dei dividendi alti, poniamo intorno al 4%. Il rendimento delle obbligazioni, scendendo, diventa eguale al rendimento delle azioni. A quel punto sono preferite le azioni, perché a parità di rendimento fra azioni e obbligazioni, i dividendi azionari possono crescere nel tempo, mentre le cedole restano fisse. Se poi uno dei due settori – quello bancario – attraversa un periodo di ristrutturazioni (banche che comprano altre banche e che crescono all'estero), il mercato ha un motivo in più per volere le sue azioni. Le fusioni stabilizzano la concorrenza e tagliano i costi, accrescendo i profitti e, alla fine, i dividendi.

Questo è stato il modello della Borsa italiana fino allo scoppio della crisi finanziaria. Il ciclo è quello virtuoso. Per farlo diventare vizioso basta farlo girare al contrario: le banche sono state messe in difficoltà, si temono perdite, il dividendo viene tagliato. Viene intanto meno il movente del dividendo e, in ogni modo, le banche vanno male, come quelle degli altri paesi, ma in Italia pesano di più sul listino.

6. Sul fronte del debito pubblico, accumulato fino alla fine degli anni Ottanta per la costruzione veloce dello Stato sociale senza un adeguato gettito fiscale<sup>6</sup>, possiamo affermare che abbiamo perso la grande occasione del dimezzamento del suo onere legata all'arrivo dell'euro. Sul fronte della capacità competitiva, possiamo dire che non abbiamo legato la crescita dei salari a quella della produttività. Il risultato è un gran debito pubblico unito a una crescita anemica. Non

5. G. ARFARAS, *Perché la Borsa italiana va peggio?*, Centro Einaudi, 6/2/2009.

6. M. DEAGLIO (a cura di), «La crisi che non passa», in *Rapporto sull'economia globale e l'Italia del Centro Einaudi*, Milano 2011, Guerini, pp. 179-184.

possiamo fare altro che vivere nella quaresima per molti anni, al fine di evitare il peggio. Il ritorno alla lira, che per alcuni potrebbe essere un toccasana, avrebbe invece degli effetti devastanti<sup>7</sup>. Insomma: austerità di bilancio e dinamica salariale floscia. Altro non sembra esserci.

Questo programma di governo non appare molto attraente. Anzi, a ben vedere è quasi invendibile. Anche perché sembra una perdita di sovranità; in un certo senso lo è, ma lo è perché abbiamo mancato le occasioni che ci sono state date. Altrimenti detto, è un programma che non può che essere scelto. Possiamo anche chiamarlo, in modo colorito, il punto di vista di Berlino<sup>8</sup>. Resta che la politica economica è un sottoinsieme della politica e questa aborre il vuoto.

Ci sono però dei margini per navigare nella quaresima. Il bilancio pubblico è in avanzo e questo avanzo è circa pari al pagamento degli oneri da interesse. Dunque il debito pubblico non dovrebbe crescere in volume, ma può sempre crescere in percentuale, se il pil flette. Si possono inventare delle complicate manovre per affrontare un'eventuale crisi, come dare in garanzia il nostro oro al Fondo monetario in cambio di crediti.

Nulla è ancora perduto, se si accetta la fine delle aspettative facili. I paesi dell'euro non possono volere una crisi dell'Italia e nemmeno i privati. Immaginatevi un'assicurazione tedesca, che ha degli impegni definiti verso i propri clienti: potendo scegliere preferirebbe il Bund, che rende l'1,5%, o il Btp, che rende il 4,5%? Dopo dieci anni la differenza del 3% è pari al 30%, senza calcolare l'effetto dell'interesse composto (che si ha investendo le cedole che s'incassano). In molti correrebbero in nostro soccorso, se solo ci dessimo una mossa.

Oggi siamo ancora nella coda lunga delle spinte e contospinte formatesi negli anni Sessanta, quando iniziò la modernizzazione democratica (prima, col fascismo, si era avuta la modernizzazione autoritaria). Sono passati cinquant'anni: possiamo finalmente avere uno Stato sociale riqualificato (equo ed efficiente) insieme a un'industria competitiva. O no?

7. G. ARFARAS, *Il ritorno della lira*, Centro Einaudi, 11/3/2013.

8. M. DEAGLIO (a cura di), «Sull'asse dell'equilibrio». *Rapporto sull'economia globale e l'Italia del Centro Einaudi*, Milano 2011, Guerini, pp. 37-40.