

EXIT STRATEGY/1

## Prima le famiglie poi il debito

di **Marco Fortis**

**M**olti non sembrano ancora aver capito la lezione più importante che ci ha lasciato questa crisi, la più grave dal 1929. E cioè che in una fase di grandi cambiamenti strutturali e di accumulo di enormi squilibri, come quella che stiamo vivendo, non è più possibile usare come indicatori di performance economica solo i flussi (come il Pil) disinteressandosi di ciò che avviene alla maggior parte degli stock macroeconomici (come la ricchezza delle famiglie, i debiti delle imprese o la qualità degli

attivi delle banche). L'unico stock a cui guardiamo con attenzione da lungo tempo è quello del debito pubblico, ma a ben vedere non sappiamo nemmeno misurarne correttamente la sostenibilità perché lo rapportiamo per pura abitudine contabile al Pil, che però è un flusso.

Eppure molti paesi dispongono ormai di sistemi contabili ben costruiti e aggiornati dei conti finanziari nazionali. Tali prospetti esprimono lo stato di salute finanziario dei diversi attori di un sistema economico (imprese non finanziarie, imprese finanziarie, famiglie, pubbliche amministrazioni) oltre che la riconciliazione degli attivi e passivi di ogni paese con il resto del mondo. Continuare a ignorare questi indicatori è un grave errore. Infatti, può portare a diagnosi errate e a formulare ricette sbagliate.

Continua ▶ pagina 17

**IL NUOVO PATTO DI STABILITÀ**  
LEZIONI DALLA CRISI

Un governo che vuole rimettere in sesto i propri conti ha bisogno di una società ricca in grado di sopportare tagli ai servizi o altre tasse

Sulla base degli indicatori previsti, italiani e belgi, poco indebitati, non saranno più le «pecore nere» di Eurolandia

# Il debito? Garantiscono le famiglie

L'accumulo finanziario dei privati può sostenere, più del Pil, il bilancio pubblico

di **Marco Fortis**

▶ Continua da pagina 1

**F**acciamo tre esempi. Il primo riguarda la crescita economica e il suo stesso significato. Il secondo il debito pubblico e la sua sostenibilità. Il terzo l'eccesso di indebitamento delle famiglie rispetto al loro stock di ricchezza finanziaria.

● **La crescita economica.** Si continua a valutare la performance economica dei diversi paesi nel decennio prima della crisi e anche la loro capacità di uscire oggi dalla crisi stessa in base alla crescita del Pil. Con ciò ignorando che molta crescita del Pil precedente era stata generata nei paesi più "dinamici" da un accumulo insostenibile di debiti privati e molta della ripresa economica oggi in corso è stata resa possibile solo da un nuovo accumulo di debiti, questa volta pubblici, senza però incidere sugli squilibri di fondo che hanno causato la crisi.

L'osservazione delle tendenze del Pil e del reddito disponibile delle famiglie prima del settembre 2008 sembrerebbe "condannare" senza appello un paese come l'Italia, che negli ultimi nove anni è cresciuto meno di tutti. Ma anche la Germania, oggi da molti "ammirata" dopo appena un paio di trimestri di forte ripresa del Pil, era cresciuta assai poco dal 2000 al 2007, appena un'incollatura più dell'Italia e solo grazie all'export, risultando la sua domanda interna persino più "stazionaria" di quella italiana. Mentre economie co-

me Stati Uniti e Gran Bretagna (per non parlare dell'Irlanda o della Spagna) venivano invece esaltate per il loro maggiore dinamismo.

L'analisi comparata della crescita reale della ricchezza delle famiglie (costituita dallo stock di attività finanziarie e reali al netto delle passività finanziarie) fornisce tuttavia un'immagine completamente rovesciata del concetto di performance economica e forse un po' più aderente alla realtà. Infatti, le famiglie americane, nonostante la più forte crescita del loro reddito disponibile, sono oggi più povere di sette anni fa, mentre quelle italiane e tedesche sono di gran lunga più ricche rispetto al 2000. Inoltre, mentre a prezzi costanti la ricchezza delle famiglie italiane e tedesche già nel 2009 è quasi ritornata ai livelli del 2007, quella delle famiglie americane impiegherà molto più tempo a recuperare il ter-

### IL RISCHIO DI SBAGLIARE DIAGNOSI

**Esistono sistemi contabili che permettono di monitorare in modo più completo lo stato di salute di un paese: ignorarli potrebbe essere un grave errore**

reno perduto, risultando nel 2009 ancora del 17% e del 19% circa inferiore, rispettivamente, ai livelli nominali e reali del 2007.

Il Pil americano è indubbiamente diminuito meno di quello tedesco e italiano durante



la recessione del 2008-2009 e forse più rapidamente si riporterà ai livelli pre-crisi (grazie a un bel po' di altri debiti, stavolta pubblici, e a una svalutazione del dollaro dagli effetti imprevedibili). Ma quanti anni saranno necessari all'America per riguadagnare la ricchezza delle famiglie e i livelli occupazionali precedenti?

● **Il debito pubblico.** Non si è mai visto un governo "pagare" i propri debiti con il Pil. Il Pil è un flusso annuale che appena prodotto viene quasi totalmente allocato nel corso dell'anno stesso in consumi, investimenti, spesa pubblica ed export (e quindi non può essere utilizzato per rimborsare lo stock del debito statale). Ovviamente il Pil genera anche il risparmio (che però in alcuni paesi è molto basso) e il gettito tributario che è cruciale per far quadrare il bilancio pubblico annuale. Tuttavia, un governo che voglia ridurre il proprio stock di debito non usa il Pil ma ha alcune possibilità tra cui le principali sono: a) fare privatizzazioni, e qui conta molto lo stock di patrimonio pubblico; b) ridurre drasticamente la spesa pubblica e tagliare servizi; c) applicare forti tasse. È chiaro peraltro che le ipotesi b) e c) presuppongono che vi sia alle spalle una società ricca, in grado di subire tagli di servizi pubblici o l'introduzione di nuove tasse senza soffrire molto o senza che si corra il rischio di una rivolta sociale.

Per valutare la sostenibilità dello stock del debito pubblico ha dunque molto più senso rapportare tale debito allo stock di ricchezza finanziaria delle famiglie. Infatti, avendo l'aggregato delle imprese strutturalmente dei debiti, accesi per investire in immobilizzazioni reali, è la ricchezza finanziaria delle famiglie l'unico bacino patrimoniale consistente che può "garantire" il debito statale di una nazione.

La regola del 60% del nuovo Patto di stabilità, su cui commissione europea e governi lavorano, dovrebbe dunque riguardare non più il rapporto debito/Pil ma il rapporto debito/ricchezza finanziaria netta delle famiglie. Sulla base di tale parametro (che tiene implicitamente conto anche dello stock dei debiti privati) appare evidente che i paesi oggi realmente fuori linea nell'euro-area sono solo la Grecia e l'Irlanda, mentre Italia e Finlandia sono usciti di traiettoria soltanto temporaneamente a causa della crisi. La Spagna invece è un po' più in difficoltà perché le sue famiglie si sono molto indebitate.

Per lungo tempo Italia e Belgio sono stati additati in Europa come le "pecore nere" del debito pubblico. E tale debito va ridotto senza indugi per liberare finalmente risorse sane per la crescita. Ma il Belgio e l'Italia hanno una tale ricchezza finanziaria netta delle proprie famiglie da poter sopportare un alto debito pubblico mentre la Grecia e l'Irlanda non possono permetterselo.

In base ai dati del 2009, il rapporto debito pubblico/Pil dell'Italia è uguale al 115%, esattamente come quello della Grecia, ma il rapporto debito pubblico/ricchezza delle famiglie in Italia è al 65%, solo un po' più elevato di quelli di Germania e Francia, mentre l'indice della Grecia è al 194 per cento! Proprio perché il suo debito pubblico è ben "coperto" dal-

la ricchezza privata, l'Italia non ha dunque bisogno di alcuna "patrimoniale" ma necessita solo di tagli e risparmi graduali nel quadro di un rigoroso e credibile piano di riduzione del debito statale. Mentre la Grecia e l'Irlanda, per evitare il tracollo, dovranno invece con grande urgenza tagliare drasticamente la spesa pubblica e aumentare fortemente le tasse: il tutto per valori che andranno ben oltre il maggior differenziale di crescita del Pil che per alcuni anni tali paesi hanno baldanzosamente accumulato verso l'Italia.

● **Le passività finanziarie delle famiglie.** Se poi la Ue desiderasse davvero individuare un indicatore "predittivo" per il nuovo Patto di stabilità, che dia l'allarme in tempo utile circa le possibili crisi finanziarie future delle famiglie e conseguentemente delle banche che abbiano loro concesso prestiti in modo avventato, c'è solo l'imbarazzo della scelta: è sufficiente, ancora una volta, consultare i colpevolmente trascurati conti finanziari delle nazioni. Lì c'era tutto l'occorrente per capire che era in arrivo un grande crack di famiglie e banche.

A nostro avviso, ad esempio, oltre al vincolo del 3% del deficit pubblico/Pil andrebbe stabilito un vincolo del 3% anche al rapporto tra il valore assoluto della crescita annua delle passività finanziarie delle famiglie e il valore dello stock delle loro attività finanziarie nette dell'anno precedente (Indice Dpf/Afn). Se questo indice fosse stato applicato negli anni scorsi, la commissione europea avrebbe potuto lanciare con largo anticipo dei "warning" e poi minacciare con sanzioni l'eccessiva crescita dell'indebitamento privato che ha portato alla crisi i paesi della "bolla".

L'Irlanda, ad esempio, tra il 2002 e il 2008 ha avuto l'indice Dpf/Afn sempre costantemente sopra il 10% con due punte annue oltre il 20% nel 2005-2006. Idem la Lettonia, con punte annue ancor più vertiginose, tra il 65-70%, nel 2006-2008. Anche la Spagna, la Grecia e il Portogallo hanno "sforato" tutti gli anni dal 2002 al 2008 (con Madrid per ben quattro anni consecutivi sempre sopra il 10%); la Gran Bretagna ha "sforato" dal 2002 al 2007, mentre gli Stati Uniti, allargando il nostro giro d'orizzonte al di fuori della Ue, lo hanno fatto dal 2002 al 2006. Per contro, Italia e Germania hanno sempre mantenuto l'indice Dpf/Afn rigorosamente sotto il 3%, salvo uno sporadico 3,6% dell'Italia nel 2002. Ciò dovrebbe pure insegnare qualcosa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Paesi a confronto****DEBITO PUBBLICO E RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE**

Rapporto % tra debito pubblico e ricchezza finanziaria netta delle famiglie

	2005	2006	2007	2008	2009
Belgio	42	39	40	50	46
Germania	58	55	52	57	56
Irlanda	33	30	39	99	99
Grecia	93	96	103	180	194
Spagna	44	38	39	59	70
Francia	54	49	48	59	60
<b>Italia</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>63</b>	<b>65</b>
Olanda	30	27	27	47	40
Portogallo	50	50	50	55	61

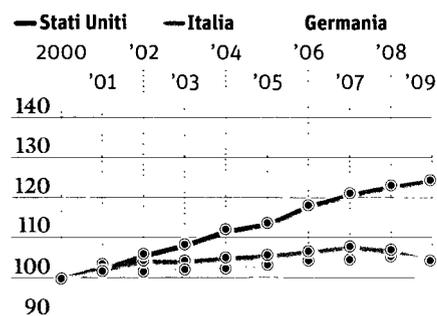
**LA CRESCITA DELLE PASSIVITÀ**

Rapporto % tra passività finanz. delle famiglie e stock di ricchezza finanz. netta (Indice Dpf/Afn)

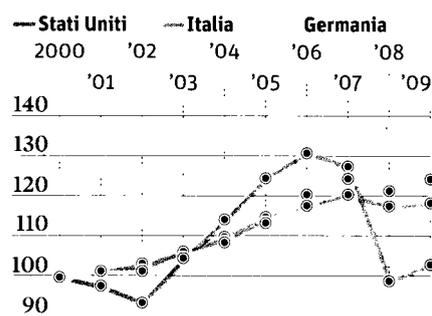
	2002	2003	2005	2007	2009
Germania	0,8	0,8	-0,2	-0,7	0,0
<b>Italia</b>	<b>3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>
Irlanda	11,2	13,7	23,1	15,6	-5,7
Grecia	4,9	5,5	8,5	9,9	2,5
Spagna	7,3	10,6	14,4	8,9	-0,9
Portogallo	3,5	4,9	5,7	7,6	2,7
Lettonia	12,4	19,4	44,8	71,6	n.d.
Stati Uniti	3,3	4,9	4,1	2,7	-0,7
Gran Bretagna	5,2	7,0	3,6	4,3	-1,0

**IL REDDITO...**

In termini reali. Indici 2000=100

**... E LA RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE**

In termini reali. Indici 2000=100



Fonte: Fondazione Edison