QUADERNO N° 82

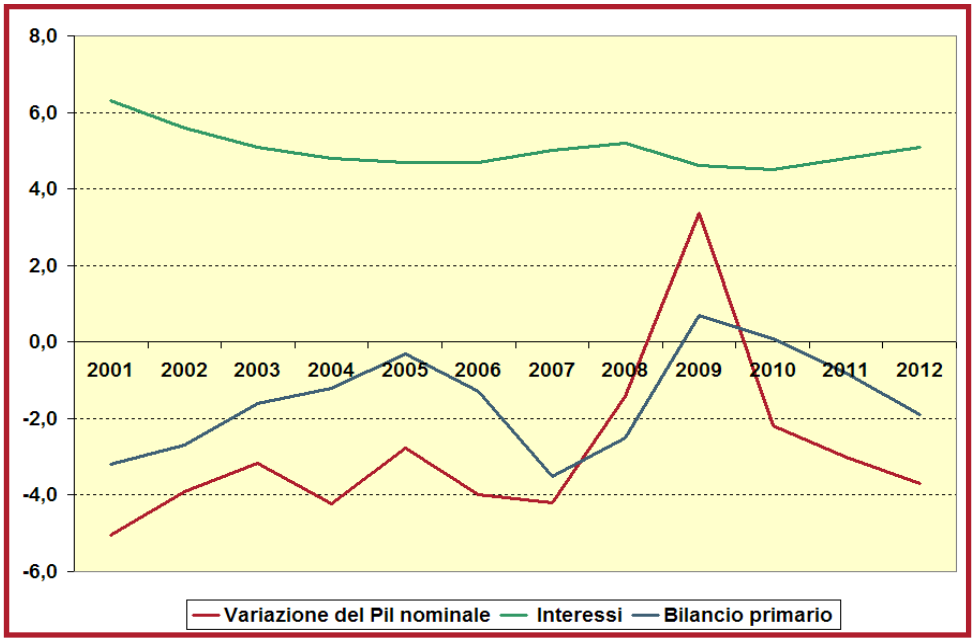
LUGLIO 2011

FONDAZIONE EDISON

Approfondimenti statistici

SERVE UNO STRESS TEST ANCHE PER I DEBITI SOVRANI

Figura 1 - I contributi alla variazione del debito pubblico italiano in % del PIL: anni 2001-2012



Fonte: elaborazione Fondazione Edison su dati della Commissione Europea.

La manovra "rafforzata" 2011-2014 varata a luglio si è resa assolutamente necessaria per il peggioramento del clima generale creatosi attorno all'Italia: un'*escalation* negativa generata anche dalla speculazione ma non solo. Infatti, l'Europa si è mostrata assai incerta su come risolvere la crisi greca (e questa è una sua grave colpa). Inoltre, due delle tre principali agenzie di rating avevano recentemente messo sotto osservazione il nostro Paese e il suo sistema bancario, peraltro in netto contrasto con la terza. Con l'aggravante che una delle prime due agenzie ha notevolmente rivisto, contraddicendosi, il proprio affrettato punto di vista iniziale sulla manovra stessa. In più, lo scenario politico interno italiano, che definire assai confuso è dir poco, non ha certamente aiutato.

Autore
Marco Fortis

Sommario

Serve uno stress test anche per i debiti sovrani 2

Registrazione Tribunale di Milano
n° 919 del 2 dicembre 2005

SERVE UNO STRESS TEST ANCHE PER I DEBITI SOVRANI

La rapida approvazione della manovra, fortemente auspicata dal Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano per rispettare gli impegni presi con l'Europa, e gli stress test positivi sulle banche italiane hanno costituito due messaggi forti che l'Italia ha indirizzato ai mercati. La manovra è stata "rafforzata" non perché l'Italia non stesse seguendo rigorosamente il cammino concordato con l'Europa ma perché lo scenario esterno si è fatto molto più complicato. Si può discutere sui contenuti del provvedimento (ed in particolare sul fatto che esso non incide come dovrebbe sui costi della politica, il che è un suo punto debole) ma i suoi saldi sono tali da scacciare ogni dubbio sulla nostra determinazione a mantenere i conti in ordine. Mentre gli stress test, pur con tutti i loro limiti, indicano che le banche italiane non meritavano le flessioni borsistiche loro inflitte, in un clima davvero concitato caratterizzato da comportamenti ondivaghi degli investitori.

L'Italia, peraltro, sta comunicando male alla comunità internazionale i suoi punti di forza e di debolezza. I punti di forza sono un patrimonio del Paese, anche sotto il profilo dell'immagine, e male fanno gli italiani che li sminuiscono in continuazione anche con interventi maldestri sulla stampa estera. I punti di debolezza, come la bassa crescita, vanno invece analizzati nella giusta luce.

La bassa crescita del PIL, quella reale, è un problema serio perché lo sviluppo serve per ricreare i posti di lavoro perduti durante la crisi e offrire un futuro ai giovani. E se per rilanciare la crescita in Europa servono gli Eurobond, in Italia sono necessarie riforme strutturali: dalla giustizia civile alla burocrazia, dalle liberalizzazioni al potenziamento delle infrastrutture, dalla ricerca alla formazione.

Tuttavia, le riforme strutturali produrranno effetti solo in tempi lunghi. Nel breve termine suggerimenti interessanti non mancano, come quello dell'ultimo Rapporto di Prometeia che ha proposto per l'Italia una cura "alla tedesca", con una riduzione dei carichi contributivi ed un contemporaneo aumento dell'IVA che accrescerebbe la competitività delle imprese esportatrici e produrrebbe un aumento dell'occupazione e del reddito disponibile. Sempre a breve termine si potrebbe puntare su un netto innalzamento dell'età pensionabile e sulla definizione di rigidi costi standard per la sanità.

Ma la crescita del PIL reale con il problema del debito pubblico c'entra solo fino ad un certo punto. Perché la crescita che serve per abbattere il debito non è quella reale ma quella nominale. Naturalmente se la prima è più forte è più forte anche la seconda. Ma negli ultimi dieci anni (2001-2010) e nei prossimi due, la crescita del PIL nominale in Italia il suo bel contributo alla riduzione del debito statale l'ha dato e lo darà. Infatti, aritmeticamente più alto è il debito e meno crescita serve per ridurre il suo livello assoluto. Secondo i dati di aprile della Commissione europea (vedi tabella 1), nel periodo 2001-2012 il contributo cumulato della crescita nominale del PIL alla riduzione del debito pubblico è stato in Italia il più alto tra i 5 maggiori Paesi europei: ben 34,2 punti di PIL. Ma a fronte di ciò vi è il pesante carico degli interessi sul debito pubblico, che hanno contribuito negativamente per ben 60,4 punti di PIL cumulati, il peggior risultato rispetto agli altri Paesi. Un fenomeno che dipende da due fattori principali: l'alto livello storico del debito e il differenziale a nostro sfavore degli interessi rispetto ai Paesi meno indebitati.

Tabella 1 - Comparazione della dinamica del debito pubblico in 5 Paesi UE e contributi alle sue variazioni: 2001-2012 (variazioni cumulate in punti % di PIL)

	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA	SPAGNA	GRAN BRETAGNA
(1=4+5+6) Variazione totale del livello del debito pubblico	10,6	29,5	21,4	11,7	46,9
(2) Contributo della crescita nominale del PIL	-34,2	-24,5	-18,1	-27,5	-22,6
(3) Impatto della spesa per interessi	60,4	32,5	32,7	25,0	28,3
(4=2+3) "Effetto palla di neve"	26,1	8,2	14,5	-2,6	5,6
(5) Bilancio primario	-18,2	16,4	-4,2	7,9	31,3
(6) Aggiustamento stock-flussi	2,7	4,8	11,1	6,3	9,9

Nota: le somme possono non combaciare esattamente per l'arrotondamento dei decimali.
Fonte: elaborazione Fondazione Edison su dati della Commissione Europea.

SERVE UNO STRESS TEST ANCHE PER I DEBITI SOVRANI

Si è molto discusso riguardo all'impatto di un possibile aumento dei tassi sul debito pubblico italiano. Il problema non va sottovalutato, specie considerando i movimenti abbastanza schizofrenici dei mercati. Ma occorre non cadere in banali semplificazioni perché in realtà, come ha dimostrato uno studio di UBS citato anche dall' "Economist", se anche i tassi di interesse a dieci anni salissero al 10% il costo medio del nostro indebitamento crescerebbe soltanto di 0,5 punti all'anno nei prossimi 4 anni. Le scadenze del debito pubblico italiano, infatti, sono ben dilazionate nel tempo.

La somma del contributo della crescita nominale del PIL e del costo degli interessi rappresenta quello che gli analisti chiamano "effetto palla di neve". Nel 2001-2012 se il nostro debito è tornato su livelli elevati lo dobbiamo principalmente alla "valanga" del 2009: +8 punti di aumento del debito in un solo anno. Ciò per la concomitanza di un contributo negativo della crescita del PIL di 3,4 punti e di un costo degli interessi di 4,6 punti.

Tuttavia, nell'intero periodo analizzato, grazie ad un avanzo statale primario cumulato consistente, l'Italia è il Paese che ha aumentato meno di tutti il suo debito pubblico. Infatti, raggruppando i contributi positivi cumulati (crescita del PIL nominale ed avanzo primario) e quelli negativi cumulati (interessi e aggiustamenti stock-flussi), nel 2001-2012 i primi sono cresciuti complessivamente in Italia di 52,4 punti di PIL mentre i secondi di 63,1 punti (tabella 2). Va altresì osservato che nel periodo 2001-2012 hanno pesato poco sull'aumento del nostro debito gli aggiustamenti stock-flussi, che invece si sono fatti sentire maggiormente sui conti della Germania e della Gran Bretagna, anche perché i Governi di questi Paesi si sono dovuti accollare i costi di alcuni importanti salvataggi bancari.

La nostra capacità di produrre avanzi primari è stata rilevante, anche se ciò è davvero poco noto all'estero. Faremmo perciò meglio a darne dovuta evidenza. Se estendiamo all'indietro i nostri calcoli, possiamo stimare che tra il 1995 e il 2012 l'Italia abbia prodotto complessivamente un avanzo primario cumulato di 530 miliardi di euro a prezzi 2000 contro un avanzo cumulato di 269 miliardi della Germania. Mentre Spagna e Francia hanno accumulato deficit primari, rispettivamente, di 29 e 227 miliardi di euro e la Gran Bretagna di 223 miliardi di sterline.

Negli ultimi anni il contributo della crescita del PIL nominale è sempre stato inferiore in Italia al costo degli interessi, che sono la nostra vera palla al piede. Nel 2010 persino una crescita doppia del PIL nominale non ci avrebbe permesso di pagare gli interessi. Ecco perché il nostro Paese è condannato a generare costantemente avanzi primari importanti per neutralizzare l' "effetto palla di neve". Nell'ultimo decennio l'avanzo primario ha superato la somma dell' "effetto palla di neve" e dell'aggiustamento stock-flussi solo in alcuni anni (2001, 2002, 2003, 2004 e 2007) nei quali abbiamo ridotto il livello del debito. Ci riusciremo ancora già nel 2012, per primi assieme alla Germania, e, grazie alla nuova manovra, anche nel 2013-14, mentre i debiti pubblici di altri Paesi, Stati Uniti in testa, aumenteranno vertiginosamente.

Tabella 2 - Dinamica del debito pubblico italiano: 2001-2012
(contributo delle varie componenti alla variazione del debito pubblico in % di PIL)

	(1) livello del debito pubblico	(2=5+6+7) variazione del debito pubblico	(3) Contributo della crescita del PIL nominale	(4) Interessi	(5=3-4) Effetto "palla di neve"	(6) Bilancio primario	(7) Aggiustamento stock-flussi	(8=3+6)) Componenti positive	(9=4+7) Componenti negative
2001	108,8	-0,4	-5,0	6,3	1,3	-3,2	1,6	-8,2	7,9
2002	105,7	-3,1	-3,9	5,6	1,7	-2,7	-2,1	-6,6	3,5
2003	104,4	-1,3	-3,2	5,1	1,9	-1,6	-1,6	-4,8	3,5
2004	103,9	-0,5	-4,2	4,8	0,6	-1,2	0,2	-5,4	5,0
2005	105,9	2,0	-2,8	4,7	1,9	-0,3	0,5	-3,1	5,2
2006	106,6	0,7	-4,0	4,7	0,7	-1,3	1,3	-5,3	6,0
2007	103,6	-3,0	-4,2	5,0	0,8	-3,5	-0,4	-7,7	4,6
2008	106,3	2,7	-1,4	5,2	3,8	-2,5	1,4	-3,9	6,6
2009	116,1	9,8	3,4	4,6	8,0	0,7	1,0	4,1	5,6
2010	119,0	2,9	-2,2	4,5	2,3	0,1	0,5	-2,1	5,0
2011	120,3	1,3	-3,0	4,8	1,8	-0,8	0,2	-3,8	5,0
2012	119,8	-0,5	-3,7	5,1	1,4	-1,9	0,1	-5,6	5,2
variazione cumulata 2001-2012		10,6	-34,2	60,4	26,2	-18,2	2,7	-52,4	63,1

Nota: le somme possono non combaciare esattamente per l'arrotondamento dei decimali.
Fonte: elaborazione Fondazione Edison su dati della Commissione Europea.

SERVE UNO STRESS TEST ANCHE PER I DEBITI SOVRANI

Tutto ciò non toglie che il nostro debito pubblico sia enorme. E, purtroppo, nemmeno con il rigore e persino con una crescita più forte si potrà abbattere in tempi brevi ed in modo drastico il debito. Questa sorta di "camicia di forza" che ci opprime è anche la conseguenza di un problema di cattiva misurazione del debito stesso. Infatti, per convenzione accettiamo che esso sia valutato esclusivamente in rapporto al PIL. Questo parametro, tuttavia, nel caso dell'Italia (ma anche di Belgio e Giappone) appare alquanto inappropriato. Occorrerebbe tenere conto di altri fattori rilevanti perché non tutti i Paesi sono uguali. Ad esempio, il debito pubblico in rapporto alla ricchezza finanziaria netta delle famiglie in Italia è solo poco più della metà che in rapporto al PIL: l'esatto opposto di Grecia e Irlanda dove il vero problema non è tanto l'alto rapporto debito/PIL ma il fatto che è stata completamente distrutta la ricchezza e perciò il debito non può più essere ripagato in alcun modo. Se rapportato alla ricchezza privata il nostro debito pubblico è invece simile a quello tedesco e francese e, considerando solo quello estero, è addirittura inferiore. Se poi consideriamo l'intero patrimonio privato nazionale, compreso quello immobiliare, i debiti pubblici più solidi in assoluto sono quelli inglese ed italiano.

Più in generale, per capire se un Paese con un elevato debito pubblico/PIL sia davvero a rischio servirebbe uno stress test anche per i debiti sovrani, che considerasse perlomeno tre altri parametri: la durata media dei debiti, la quota di debito pubblico finanziato dall'estero e, appunto, lo stock di ricchezza privata. Ci viene spesso detto, però, che quest'ultimo indicatore non va bene, anche perché potrebbe indurre a pensare che occorra una tassa "patrimoniale" per abbattere il debito pubblico. Sta di fatto che se il nostro debito pubblico continuerà ad essere valutato soltanto in rapporto al PIL, in caso di un rapido aggravamento della crisi dei debiti sovrani e di un'irrazionale diffusione della paura ci resteranno ben poche alternative. Allora sì che la "patrimoniale" finiremo col doverla fare per forza: per tranquillizzare quei mercati a cui non avremo saputo spiegare che siamo più solidi di quel che essi credono.

FONDAZIONE EDISON

Approfondimenti Statistici

QUADERNO N° 82, LUGLIO 2011

Coordinamento scientifico: Marco Fortis

Direttore Responsabile: Beatrice Biagetti

Redazione: Stefano Corradini, Monica Carminati, Manuela Mazzoni, Cristiana Crenna

Realizzazione grafica: Stefano Corradini

Registrazione Tribunale di Milano n° 919 del 2 dicembre 2005

Direzione, Redazione, Amministrazione:
Foro Buonaparte, 31 - 20121 Milano
Tel. +39.02.6222.7455
Fax. +39.02.6222.7472
info@fondazioneedison.it
http://www.fondazioneedison.it