

## **CRISI DEL DEBITO SOVRANO, ESITI RECESSIVI E VIE D'USCITA.**

*SOMMARIO: 1- IL QUADRO DEI C.D. MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI; 2- PROSPETTIVE DI SISTEMA E EFFETTI ATTESI SULL'AREA EURO; 3- LE MISURE "POSSIBILI" DI USCITA DALLA CRISI ATTUALE; 4- LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE ITALIANA E LE ATTESE PER IL 2012; 5- GLI EFFETTI DELLA MANOVRA DI DICEMBRE E L'EVOLUZIONE DELLE ESIGENZE DEL BILANCIO PUBBLICO ITALIANO; 6- CORRELAZIONI TRA CRISI DEL DEBITO ITALIANA E INTRODUZIONE DELLA MONETA UNICA: CONFERMA DELLE MISURE DI "USCITA DALLA CRISI" DI CUI AL PARAGRAFO 3.*

PREMESSA- Nella tempestosa vicenda della crisi del debito sovrano (una sorta di controsenso, date le cause, come si dirà) abbiamo, giocoforza, imparato a familiarizzare con lo "spread", indicatore "differenziale" che, però, non è che una parte del "tutto" costituito dallo scenario del mondo finanziario "globale".

Risulta allora opportuno fornire altri utili dati, per completare il quadro informativo che può dare una corretta possibilità di decifrare gli eventi a cui stiamo assistendo.

### **1- IL QUADRO DEI C.D. MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI.**

Cominceremo con una serie di dati, sintetizzati e resi più "leggibili", tratti dalle pubblicazioni disponibili in rete, della B.I.S. (Banca regolamenti internazionali), dal F.S.B. ("*Financial Stability Forum*", quello, come molti sanno, affidato alla direzione di Mario Draghi) e G.A.O. Gov., (cioè *U.S. Government Accountability Office*, che informa i cittadini, dal 1911, di tutte le problematiche, legali, finanziarie, governative in genere, alla base delle decisioni del Governo e del Congresso).

I dati sono espressi in miliardi di U.S.\$ e sono aggiornati, per lo più, al 2010:

1. PIL/GDP "mondiale": 75.000 miliardi;
2. Volume azionario trattato globale: 50.000 miliardi;
3. Volume "obbligazionario" trattato globale: 90.000 miliardi;
4. "nozionale" (cioè stima operata su indicatori ""indiretti" ma attendibili) da contratti c.d. "*Over The Counter*" (OTC, acronimo che designa riassuntivamente contratti, teoricamente bilaterali e non soggetti a regole dei mercati regolamentati, che stabiliscono pagamenti, ad una certa data, da effettuarsi in relazione a variazione dei prezzi-corsi dei beni/cespiti/indici, dedotti in contratto): nel solo primo semestre 2011, 707.000 miliardi, stima c.d. "alla conta", cui sfugge il "non registrato" (*off-records*) OTC (in quanto relativo a transazioni che passano per il c.d. "*Shadow*

*Banking*”, di cui si dirà). Di tale ammontare “non registrato”, per quanto impinge sul problema del debito sovrano, oltre il 70% è costituito da OTC-*swap* su “*interest rate contracts*”, cioè contratti che “puntano” sulle variazioni degli interessi dei titoli finanziari privati e pubblici;

5. *Assets* (cioè patrimoni) della banche “ufficiali”: 90.000 miliardi;

6. *Assets* (patrimonializzazione) delle Banche “ombra”: 60.000 miliardi. Tale “*shadow banking system*”, avente prevalentemente sede in “*tax havens*”, i paradisi fiscali detti anche “*off-shore*” (ma alcuni sono nel continente europeo e anche dentro l’UE), sfugge al controllo e alle regole delle banche centrali e delle altre Autorità monetarie e finanziarie statali e internazionali;

7. Volumi giornalieri di transazioni finanziarie: 8000 miliardi, stima, anche qui, “alla conta”, non essendo registrabili le transazioni OTC, in cui occorrerebbe includere gli *swap* CDS, cioè “*Credit Default Swap*”, quelli che concorrono in modo decisivo a innalzare gli *spread*, dato che è un costo “scontato” nell’acquisto del titolo, cioè la sua assicurazione contro il *default*, aggiuntivo agli interessi offerti e incorporato nell’ammontare effettivo dei ratei di collocamento sul mercato “secondario” (che è quello, come ormai molti sanno, su cui si verificano le aste dei titoli pubblici non assorbiti dalla domanda interna);

8. Nel periodo 2007-2010, la Banca centrale USA, la FED, ha mobilitato 16.000 miliardi per il “salvataggio” del sistema bancario USA (seguito alla crisi dei derivati dei c.d. “sub-prime”). L’UE “solo” 4500 miliardi (sempre valore in *US\$*) (erogati 1250, 700 in garanzie, 100 deteriorati, 80 crediti);

9. Nello stesso periodo (2007-2010), il debito sovrano globale è aumentato del 25%. Non essendoci, al di fuori dell’area UE, uno stesso metodo di bilancio, i valori sono indicativi: Italia 120% del PIL, Giappone 200%, USA oltre 80%. (Ma si pensi che un’economia “complementare e inserita nell’area NASDAQ come il Canada, ha un debito, con PIL attualmente in crescita, del solo 34% del PIL medesimo).

## 2- PROSPETTIVE DI SISTEMA E EFFETTI ATTESI SULL’AREA EURO.

L’insieme di questi dati consente di trarre alcune deduzioni:

a) rapportando al PIL mondiale il volume “globale” di indebitamento, ricavabile dall’ammontare dei valori coinvolti negli strumenti utilizzati, non c’è alcuna ragionevole “evidenza” di solvibilità del debito e neanche di sua garantibilità (cioè di sua sostenibilità basata sull’attesa di “incrementi” futuri del “prodotto”);

b) l’irrompere di un intero “sistema Stato” tra i debitori di questa tipologia “massiva” di creditori finanziari, fa saltare il concetto stesso di “sovranità” considerato dal diritto internazionale;

- c) l'Italia, e con essa l'intera area euro, non è "troppo grande per fallire";
- d) le "manovre" intraprese da un singolo Stato per fronteggiare la situazione, sono, con evidenza innegabile, troppo "esigue" per pervenire a qualsiasi risultato utile, risolvendosi piuttosto in misure deflazionistiche che, pur consolidando nell'immediato il bilancio pubblico, provocano e/o acuiscono la ormai imminente, se non "conclamata", recessione<sup>1</sup>;
- e) immaginare un **sistema di immissione della liquidità non limitato** (c.d. "*Quantitative Easing*") quale praticato dalla FED (nelle misure sopra indicate, in cui è da focalizzare un attuale possesso di titoli del debito USA per 2000 miliardi di US\$), e rapportato all'area euro, è **l'unico strumento "tempestivo" a disposizione per evitare il default a catena dei paesi dell'area stessa**<sup>2</sup>.

E ciò indipendentemente da, pur necessarie, manovre di risanamento (o più correttamente di "ristrutturazione razionale") intraprese dai singoli Stati, i cui effetti sulla "salute" dei bilanci pubblici sono apprezzabili solo nel medio-lungo periodo e le cui conseguenze di brevissimo periodo

---

<sup>1</sup> In tal senso, cioè circa gli effetti recessivi delle insistenti "manovre", parametrize su indici del Trattato euro inadeguati ad una realistica funzione anticongiunturale, ed anzi "generanti" la stessa "congiuntura" sono ormai molteplici e autorevoli le voci di economisti qualificati. P.Krugman, premio Nobel per l'economia, si è senza equivoci espresso in tal senso su "La Repubblica" del 5 novembre 2011, facendo seguito a varie dichiarazioni analoghe di J.Fitoussi.

Sull'argomento cfr;

[http://researchonmoneyandfinance.org/media/reports/eurocrisis/e\\_summary\\_it.pdf](http://researchonmoneyandfinance.org/media/reports/eurocrisis/e_summary_it.pdf)

Nell'articolo da ultimo citato, intitolato "Crisi dell'eurozona: povertà del forte, fallimento del debole", si analizza la crisi in termini molti simili a quanto qui sostenuto e si indicano, nella parte finale, 3 soluzioni "strategiche" alternative: "1. La prima è l'austerità accompagnata da un'ulteriore liberalizzazione. Questa è la scelta preferita della zona euro e dei governi dell'élite della periferia. È anche l'opzione peggiore. Raggiungerà la stabilizzazione attraverso la recessione, imponendo un costo enorme ai lavoratori. Offre minime prospettive di sviluppo per il futuro in quanto ci si aspetta che la produttività aumenti automaticamente dopo la liberalizzazione; non affronta inoltre le distorsioni strutturali, nel cuore della zona euro.

2. La seconda è la riforma radicale della zona euro. Può includere una maggiore libertà finanziaria per gli stati membri, un bilancio preventivo europeo notevolmente allargato, il trasferimento di risorse finanziarie dai ricchi ai poveri, tutela dei lavoratori, il sostegno dei salari ed investimenti industriali intra europei. Le norme rigorose valide per la BCE possono diventare meno rigide, consentendo l'acquisto di titoli di stato. Questa opzione può essere chiamata "l'euro buono". A parte però i problemi politici che ovviamente dovrà affrontare, questa strategia potrebbe probabilmente minacciare il ruolo internazionale dell'euro, portando ad una diminuzione del suo valore. In questo modo sarà minacciata la stessa unione monetaria.

3. La terza è l'uscita radicale dalla zona euro. Seguirà una svalutazione, cessazione dei pagamenti e ristrutturazione del debito. Le banche dovrebbero essere nazionalizzate ed essere esteso il controllo pubblico sulle imprese di pubblica utilità, come quelle dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni. Ci dovrebbe essere una politica industriale, come anche strategie per l'aumento della produttività. Le infrastrutture e gli investimenti di sensibilizzazione ambientale potrebbero sostenere la crescita con equità sociale. Questa opzione richiede un grande cambiamento nel potere politico e sociale a favore del lavoro. Per evitare la tendenza verso l'autosufficienza economica nazionale, gli stati periferici devono mantenere l'accesso al commercio internazionale, alla tecnologia ed agli investimenti."

<sup>2</sup> Questa conclusione non è ignorata dalla parte più sensibile e "europeista" della stessa opinione pubblica tedesca; cfr: "Der Spiegel", "La notte dell'euro", fortemente critico con la politica seguita dalla Merkel, definita "fallimentare" e riconoscendo che "l'Europa dovrebbe sbrigarsi a usare l'unica arma che può garantire risorse illimitate, cioè la BCE", trad. su "L'Internazionale", dic.2011, pag.14 ss.

sono invece di **immediata recessione**; cioè di attenuazione proprio di quella garanzia<sup>3</sup> -formata dalle entrate “nette” di uno Stato- che potrebbe, nelle intenzioni dei paesi coinvolti (in specie la Germania), consentire di arrivare a misure di intervento diretto della Banca centrale, ma, in tal modo, solo tardivamente e a costi vertiginosamente crescenti.

### 3- LE MISURE “POSSIBILI” DI USCITA DALLA CRISI ATTUALE.

Le **misure di “salvezza”** praticabili, senza le quali nessuna manovra di risanamento potrà pervenire a un effetto “utile” e “coerente” con i suoi obiettivi, sono quindi di due ordini:

A) **immediate e necessitate**: cioè l’iniezione di liquidità “illimitata” da parte dell’Istituto emittente-BCE di cui s’è detto<sup>4</sup>. E ciò superando, in questa fase:

a1) sia la preoccupazione “inflazionistica”, - del tutto trascurabile nelle priorità legate alla salvezza del sistema, nonché “minore” e improbabile in una situazione recessiva fortemente legata proprio agli effetti delle pregresse politiche deflazionistiche ad, erroneo, effetto “pro-congiunturale”;

a2) sia la questione del “corso” dell’euro, il cui deprezzamento avrebbe invece effetti positivi sulla competitività della produzione dell’area e migliorerebbe, in definitiva, l’attivo delle partite correnti della sua bilancia dei pagamenti<sup>5</sup>, contribuendo a uscire dalla recessione e dando respiro a occupazione ed alle stesse entrate degli Stati;

B) **strutturali**: in tale prospettiva misure naturali di “medio periodo” includono:

- ripristino della separazione tra attività bancaria di credito alle imprese e ai cittadini risparmiatori e attività bancaria di investimento finanziario (*merchant*), sul modello esistente in Italia prima degli anni ‘90 e nei termini del *Glass-Steagall Act*, adottato nell’ambito del *New Deal* Rooseveltiano;

- cessazione di misure di inasprimento della pressione tributaria (attualmente anti-competitiva) e perseguimento di consistenti sgravi fiscali su lavoro e imprese, ma per queste in connessione agli investimenti effettivi su “infrastrutture” (specialmente *hi-tech*) e Ricerca&Innovazione in settori ad alto impiego di manodopera specializzata (quelli cioè che

<sup>3</sup> Il fenomeno dell’effetto “*boomerang*” delle manovre di consolidamento dei bilanci, per cui sono giustificate come “garanzia” dell’intervento di salvataggio delle Banche centrali (o del FMI), ma finiscono per indebolire quella stessa garanzia, è evidenziato dall’articolo di “*The Economist*” citato alla nota 4.

<sup>4</sup> Si veda, in termini non dubitativi, l’articolo de “*The Economist*” dicembre, 2011, pubblicato su “L’Internazionale”, dic.2011, pagg.16 ss.

<sup>5</sup> Eurostat ha appena pubblicato il dato sulla partita corrente della bilancia dei pagamenti dell’area euro, tornata in deficit al -1,3% del PIL complessivo, dopo una ripresa tra il 2010 e la prima parte del 2011, con forti squilibri verso Cina e Russia.

possono rendere stabile, e non soggetta a repentine contrazioni dovute alla concorrenza globale, la domanda di occupazione)<sup>6</sup>;

- affiancamento al sistema pensionistico, quale ormai delineato con l'ultima manovra, di un sistema di *welfare* legato al sostegno delle fasi di disoccupazione, garantendo altresì un certo grado di continuità contributiva previdenziale in tali fasi;

- perseguimento, in sede G20, con una forte e unitaria posizione UE, di un Trattato che preveda misure di "separazione bancaria" quali quelle sopraindicate, di creazione di un'Autorità sovranazionale unita ad un'Alta Corte "Finanziaria", che regolino, qualificandone i casi di nullità ed inefficacia, gli strumenti OTC-derivati (limitandoli nella misura in cui siano "socio-economicamente giustificabili" e non meramente speculativi) e applichino un sistema di sanzioni e contromisure di "polizia finanziaria", con creazione di una relativa "Forza d'intervento multinazionale", relative alle transazioni che violino tali regole, nonché con confisca dei capitali accumulati illecitamente e detenuti nei *tax-haven* (su cui dovrebbe appunto prevedersi di poter intervenire per operazioni di "*enforcement*" delle regole "*convenzionalmente stabilite*").

Teoricamente misure con finalità e portata analoghe a quelle da ultimo auspiccate dovrebbero essere già state indicate dal *Financial Stability Forum*, a ciò preposto, le cui conclusioni, però, non hanno avuto finora adeguata pubblicità e, ancor meno, attuazione.

#### 4- LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE ITALIANA E LE ATTESE PER IL 2012.

La manovra appena approvata, intervenuta in una situazione di PIL a incremento pressochè 0 o, più probabilmente già lievemente negativo a fine 2011, (i dati Istat non sono stati ancora ufficialmente pubblicati), si teme che avrà un effetto recessivo, andando a complicare le già difficili condizioni ipotizzate per il c.d. "risanamento".

Ebbene, questo timore può considerarsi già una certezza: l'ufficio studi confindustriale ha già ipotizzato una recessione all'1,6% del PIL per il 2012<sup>7</sup>.

Tra l'altro, le ipotesi di Confindustria ragionano su dati relativi a avanzo primario e andamento del deficit già superati dalle stesse stime del Tesoro di fine anno<sup>8</sup>. Infatti, l'avanzo primario potrebbe, allo stato, essere ricalcolato in misura inferiore al programmato +0,9, per effetto

---

<sup>6</sup> Questa è anche la direzione indicata da Roubini, in "La tomba del capitalismo o l'evoluzione del sistema economico?", dove insiste nel privilegiare l'incentivo all'occupazione, con investimento sul "capitale umano", come una delle chiavi indispensabili di sostenibilità del sistema economico  
<http://intermarketandmore.finanza.com/la-tomba-del-capitalismo-o-evoluzione-del-sistema>

<sup>7</sup> Presentazione sull'andamento dell'economia italiana 2012, nel convegno del 15 dicembre 2011 "Nella spirale della crisi"

<sup>8</sup> [www.finanzautile.org/crisi-italia-il-tesoro-certifica-nel-nel-2012-sarà-recessione...](http://www.finanzautile.org/crisi-italia-il-tesoro-certifica-nel-nel-2012-sarà-recessione...)

del “minor incremento”, rispetto alle attese, delle entrate, evidentemente dovuto a una fase recessiva già emergente nella parte finale del 2011.

In un precedente studio<sup>9</sup> (pubblicato su questa stessa rivista) si è fatto cenno che politiche di forzata riduzione del deficit che prescindano dal suo criterio “naturale” di determinazione (somma tra attivo incrementale del risparmio privato e deficit della bilancia dei pagamenti), risultano inevitabilmente deflazionistiche (come si è verificato in Italia da quando è entrato in circolazione l’euro) o, in caso di crescita del PIL vicina allo 0, appunto, recessive.

La manovra ha agito essenzialmente sul risparmio privato (in via diretta: incremento, che va dal 60 al 72% dell’imposizione immobiliare patrimoniale, con allargamento alle “prime case” della base imponibile; incremento tassazione delle attività finanziarie e bancarie; inoltre in via indiretta, mediante riduzione del reddito disponibile: deindicizzazione delle pensioni e, in generale, loro minor copertura previdenziale per l’estensione del metodo contributivo, incremento delle accise sui carburanti).

Nel complesso, soffermandosi sugli effetti diretti della manovra relativi al “*private saving net*”, avremo 11 miliardi di riduzione per incremento imposizione patrimoniale immobiliare, 453 milioni di incisione aggiuntiva per la tassa di possesso auto, 1,221 miliardi per imposizione, sostanzialmente patrimoniale, di conti correnti e conti “titoli”, un certo effetto indiretto delle restanti misure di inasprimento delle imposte dirette e dei contributi nonché della riforma pensionistica. Insomma, non è irragionevole ipotizzare che il risparmio privato abbia una contrazione 2012 di circa 1 punto di PIL. Il che corrisponde appunto a un’equivalente riduzione del deficit. Finanziariamente, l’intervento è corretto.

Solo che in nessun modo consistente e rilevante (se non con misure di importo trascurabile o a costo zero e quindi ad effetto incerto) si è agito sull’altro “capo” del dilemma del deficit di bilancio: il saldo negativo della bilancia dei pagamenti. Per l’anno in corso, i rilievi pubblicati da Bankitalia a settembre, davano luogo a un deficit della bilancia del -3,8% del PIL. Anche ipotizzando un timido miglioramento dovuto alle misure c.d. di crescita, occorre tenere conto che una “consistente” riduzione del risparmio privato agisce sulla bilancia dei pagamenti con un sicuro effetto “riflesso”, di ampliamento del deficit<sup>10</sup>.

Non sarebbe possibile, per mancanza di dati ufficiali e in questa sede, procedere alla verifica dell’elasticità attuale nella correlazione tra i due dati, ma per brevità e prudenzialmente, anzi

<sup>9</sup> L.Barra Caracciolo, “L’Europa alla prova dell’euro: bilancio pubblico, deficit e dinamiche del PIL”, su Giustamm.it, novembre.

<sup>10</sup> Cfr; R. Cellini, “Introduzione ai modelli di economia aperta e analisi della bilancia dei pagamenti”. Par.7.1. Qui si assume “la conclusione di politica economica che *per avere un attivo nelle partite correnti (o per ridurre il passivo) si deve incrementare il risparmio nazionale*”. Ciò include sia il risparmio pubblico che privato, al netto degli investimenti, fermo restando che nell’attuale situazione italiana, con stagnazione o, ora, contrazione, del PIL, entrambe le tipologie di risparmio sono in diminuzione e ciò nonostante, anzi a causa, dei tagli della spesa.

ottimisticamente, ipotizziamo un deficit della bilancia dei pagamenti 2012 pari a quello del 2011 (-3,8). Si aggiunga, peraltro, che un peggioramento del deficit della bilancia dei pagamenti è in corso per tutta l'area euro, per effetto del diffuso calo della domanda mondiale e lo scenario del 2012 tenderà ad aggravarsi (rendendo logica, fin d'ora, una politica che rilanci la domanda interna piuttosto che di sua riduzione mediante consolidamento ulteriore del bilancio!).

In concreto, tenendo fermo il deficit "ufficiale" (per ora) 2011 al -4%, avremmo registrato in Italia, nello stesso anno, un aumento "medio" del "*private saving net*" pari allo 0,2 (ciò sarebbe confermato dal grafico sul "crollo" del risparmio privato contenuto nello studio Confindustria citato alla nota 7).

Dunque, sempre con l'approssimazione già evidenziata, è ipotizzabile un calo dello stesso indicatore, per il 2012, a circa -0,8 punti di PIL, che va dunque sottratto, ai fini della determinazione del deficit del bilancio pubblico, al valore sopraindicato della bilancia dei pagamenti (3,8): quindi, se (ma è difficile) le condizioni dello scenario rimarranno le stesse qui assunte per "semplificazione" di calcolo, si avrebbe un teorico deficit pari a -3%, non lontano dal -2,5 ipotizzato a fine anno nel citato comunicato del Tesoro (e salvo il probabile aggravamento del deficit della bilancia dei pagamenti dovuto alla repentina contrazione del risparmio privato). Ma ciò, peraltro, in assenza di recessione e quindi di un sensibile peggioramento della bilancia dei pagamenti, verificandosi il quale il deficit sarà sicuramente superiore.

In sostanza, per passare da un deficit di -4 a un deficit del -1,6 programmato in sede Ecofin (ma, come s'è visto, ricorretto di recente in -2,5), occorre una correzione di bilancio di oltre 2 punti che è quella a cui si è in concreto posto mano.

In termini dinamici, cioè di effetti sull'economia nel breve periodo adiacente alla manovra, stante la segnalata inalterata o peggiorata negatività della bilancia dei pagamenti, considerando che si muove da una situazione di crescita del PIL già vicina allo 0, ciò significa indurre un effetto recessivo di misura corrispondente nel sistema economico, che si dovrebbe registrare nella prima parte del 2012: cioè un primo semestre caratterizzato da recessione che si attesterà tra 1,5 e 2,2 punti di PIL 2011.

##### 5- GLI EFFETTI DELLA MANOVRA DI DICEMBRE E L'EVOLUZIONE DELLE ESIGENZE DEL BILANCIO PUBBLICO ITALIANO.

Al governo sanno di tali effetti recessivi ("provocati") e della connessa incontrollabilità di un effetto del genere sui conti pubblici e, quindi, sulla collocabilità del debito? Pare proprio di sì, cioè i calcoli che "pare" si stiano già facendo scontano un panorama di indicatori non dissimile da quello qui ricostruito con approssimazione empirica.

Basti pensare che i dati “aggiornati” dal Tesoro in base al comunicato di cui alla nota 7), ricalibrano, ai primi di dicembre (quindi prima di conoscere l’entità e gli effetti della manovra), la crescita del PIL 2012 a -0,4, l’onere degli interessi a 77,3 miliardi per il 2011 e a 94 miliardi (6,2% del PIL 2011, pari a 1548 miliardi) per il 2012.

In questo scenario aggiornato si inserisce la manovra e il suo impatto (aggiuntivo) sull’economia: ad es; se il deficit di bilancio 2011 risulterà ufficialmente pari al -4%, vuol dire che l’avanzo primario sarà stato pari a circa 1 punto di PIL (più probabilmente, ammesso il saldo “dichiarato” dal Tesoro a +0,9%, si è registrato un valore più alto di almeno 0,1 punti di Pil per interessi sul debito, dovuto ai non favorevoli *spread* sui collocamenti di dicembre).

Per il 2012, anche ammettendo interessi pari a 94,2 miliardi (6,2 % del PIL), per arrivare anche solo al deficit di bilancio “ritarato” al -2,5% (anziché al “famoso” -1,6 chiesto dall’UE), è evidente che la manovra doveva incidere per almeno 2,8 punti: cioè  $6,2 - 0,9$  (saldo primario ipotizzato per il 2011) - 2,5 (deficit riprogrammato) = 2,8. La manovra, come si è detto, ha inciso per circa 2 punti del PIL.

Praticamente sicura, quindi, una correzione in corso del 2012 per ulteriori 0,8 punti (e in tal senso depone lo “spostamento” dell’aumento dell’IVA, presumibilmente anticipabile secondo l’andamento della congiuntura).

Ma questo solo se l’andamento del collocamento del debito per il 2012 (cioè circa 350 miliardi di “rinnovi” più l’emissione corrispondente al deficit 2011 da finanziare, 4%, cioè circa 62 miliardi) si mantiene sui livelli di interessi ipotizzati a inizio dicembre 2011.

Voci che prendono sempre più consistenza, invece, raccontano di una ulteriore correzione 2012 pari a circa 40 miliardi. Ciò può trovare spiegazione proprio nell’attesa di una recessione delle dimensioni sopra ipotizzate, cioè tra l’1,5 e i 2,2 punti di PIL. Basti dire che, essendo la pressione fiscale pari al 45,2% del PIL, una recessione al 2%, implicherebbe minori entrate per circa 14 miliardi, “mangiando” quasi la metà della manovra di dicembre.

Inoltre, gli stessi *spread*, a fronte di una conclamata recessione, tenderanno ad aumentare oltre le previsioni 2011, tradendo l’aspettativa di un indebitamento non più crescente in rapporto al PIL (sfondando cioè la già critica soglia del 120%).

Certo minori entrate per circa 14 miliardi (0,9% del PIL), unite alla “misura” di correzione non coperta comunque dalla manovra di dicembre, danno già un più che probabile fabbisogno di correzione pari all’1,7 del PIL, cioè una necessità di intervento per 26,4 miliardi.

Ma non basta: si è detto che la contrazione recessiva del PIL innalzerà il rapporto in cui il debito costituisce il numeratore.



Questo aggravarsi della situazione di “sostenibilità” del debito, esige perciò una correzione ulteriore, cioè tale che il deficit risulti minore dell’ipotizzato 2,5%, (che sarebbe, infatti, in ogni modo “fallito” per effetto del sensibile aumento della sfiducia sui mercati di collocamento del debito stesso, e quindi dell’onere degli interessi, che rischia di attestarsi sui 100 miliardi o persino oltre).

Da qui, l’esigenza di aggiungere alla correzione “residua” non effettuata a dicembre (0,8), e a quella necessitata dall’ammontare della recessione (0,9), un’ulteriore “stretta” di bilancio che limiti il numeratore del rapporto debito/PIL.

Questo quadro rende verosimile che il governo intervenga con una manovra per ulteriori 40 miliardi e che quindi si stia scontando, nei calcoli sull’andamento del bilancio pubblico, una recessione di circa 2 punti di PIL..

L’obiezione naturale che viene da sollevare è che sottrarre risorse all’economia, per riportarle nel bilancio pubblico, per ulteriori 40 miliardi (2,7 punti di PIL circa), potrebbe amplificare la recessione.

Se si tratterà di una manovra realizzata, come pare, essenzialmente con un “prestito forzoso” imposto ai contribuenti medio-alti (concetto alquanto labile, in un paese con un’evasione fiscale “interna” pari a circa 9 punti del PIL e con il 90,2% dei contribuenti che dichiara meno di 35.000 euro all’anno, con un gettito poco superiore al 50% del totale IRE), la ulteriore caduta della domanda aggregata (consumi, investimenti) avrà un effetto ulteriormente recessivo, con rischio “a catena” di conseguenti nuove manovre correttive (dovute a caduta incrementale delle entrate tributarie).

Inoltre, un prestito forzoso a interessi presumibilmente (e logicamente) molto al di sotto dei rendimenti ordinari del debito (pare realizzato mediante titoli “redimibili” a lungo termine, emessi dalla Cassa Depositi e Prestiti), da un lato, implica ulteriore riduzione del risparmio privato (si tratterebbe di titoli praticamente non capitalizzabili o utilmente “scontabili”) e quindi ulteriore peggioramento della bilancia dei pagamenti (e del deficit pubblico), dall’altro, non si vede come potrebbe contabilmente non essere ascritto al complessivo debito pubblico nazionale.

Nel complesso, quello che emerge è che la strategia seguita dal governo, appare seguire gli stessi ostacoli e le stesse problematiche di “avvitamento”, tra recessione e peggioramento dei conti pubblici, già viste nel caso della Grecia, confermandosi la sostanziale “inutilità” delle “sole” politiche di consolidamento del bilancio a superare una crisi non determinata da “eccesso di debito”, ma da debolezza prolungata della domanda unita a crisi di liquidità (dato che il debito si configura come “eccessivo” solo se posto in rapporto col “denominatore” del PIL, la cui crescita è dunque decisiva per formulare un giudizio di sostenibilità o meno).

Tale crisi di liquidità è:

a) “sistemica”, per conseguenza degli effetti non smaltiti, nel sistema bancario UE, della crisi dei “titoli tossici” del 2007-2008, con conseguente aumento dell’indebitamento pubblico mondiale e nell’area euro, nonché conseguente concorrenza tra titoli pubblici dell’area stessa e perciò interessi generalmente in crescita;

b) “specificata” italiana, dovuta al peggioramento (cioè apprezzamento) dei tassi di cambio reali, reciprocamente esprimibili come “indicatori di competitività manifatturiera” (questi appunto “crescenti”), dato che l’apprezzamento dei cambi reali, - dovuta, per l’Italia, a un “genetico” differenziale sfavorevole di inflazione in situazione di cambio fisso-, determina effetti equivalenti a una politica monetaria restrittiva; e ciò, si sottolinea, da quando si è introdotto l’euro, soffrendo così l’Italia di una caduta della domanda, e degli investimenti, con stagnazione del PIL e bilancia dei pagamenti negativa, ancor prima della crisi finanziaria globale,

Come questa situazione critica, generale e specifica italiana, della liquidità possa conciliarsi con una “cura” somministrata con un’ulteriore politica restrittiva, non si comprende: la vicenda della Grecia ha già provato che il sistema è “strutturalmente” sbagliato e destinato ad aggravare la situazione.

#### 6- CORRELAZIONI TRA CRISI DEL DEBITO ITALIANA E INTRODUZIONE DELLA MONETA UNICA: CONFERMA DELLE MISURE DI “USCITA DALLA CRISI” DI CUI AL PARAGRAFO 3.

Occorre a questo punto, chiarire perché il quadro sopra delineato non consente di trovare quei margini di “speranza” che pure hanno accompagnato la creazione del nuovo Esecutivo.

Abbiamo visto che la differenza di inflazione tra Italia e, in particolare, Germania, registratasi dall’inizio della circolazione dell’euro, implica apprezzamento del reciproco tasso di cambio reale, indici di competitività manifatturiera crescentemente sfavorevoli (il differenziale con la Germania è stato di circa 2 punti fino al 2006, impennandosi a 4 punti a partire dal 2007) e crescente deficit della bilancia dei pagamenti (da riportare, per la sua importanza, principalmente al mercato unico europeo).

Sulla scorta di tale differenziale, è altrettanto agevole constatare che l’Italia, a partire dal 2001 (cioè da quando si sono ragionevolmente iniziati a scontare gli effetti del cambio fisso in termini di tasso di cambio “reale”), ha iniziato a registrare un deficit crescente e inarrestabile della bilancia dei pagamenti e ciò proprio per effetto del minor “indicatore di competitività” sul principale mercato di “sbocco” manifatturiero, cioè il mercato unico UE.

Si consideri, secondo la teoria generale monetaria nelle sue correlazioni con l'andamento della bilancia dei pagamenti, cosa accade, in situazione di cambio fisso e di deficit della bilancia dei pagamenti<sup>11</sup>:

“In termini concreti, questo vuol dire che i cittadini di questo Paese cedono (alle banche) moneta interna chiedendo in contropartita valute straniere (onde effettuare i pagamenti all'estero);

- le banche ovviamente richiedono la valuta straniera alla Banca Centrale; la Banca Centrale dà la valuta straniera e riprende base monetaria (della moneta domestica): in questo modo, la quantità di circolante nell'economia domestica diminuisce; in termini più sbrigativi, ... viene “distrutta” moneta. ***Il deficit della bilancia dei pagamenti si traduce in una diminuzione della moneta in circolazione, in un Paese che adotta cambi fissi. In sintesi, squilibri della Bilancia dei pagamenti si ripercuotono sull'offerta di moneta, se il Paese adotta un sistema di cambi fissi; precisamente, un surplus della bilancia dei pagamenti si traduce, ceteris paribus, in un aumento dell'offerta di moneta (situazione della Germania, n.d.r.), mentre un deficit si traduce in riduzione dell'offerta di moneta.***”

Si tratta cioè di una situazione classica di crisi di liquidità per fattori “endogeni” al Paese (Italia) considerato, che si aggiunge alla crisi di liquidità “sistemica” a livello UE di cui si è prima detto.

Va aggiunto che i parametri di bilancio, deficit e indebitamento fissati nel Trattato euro, non hanno consentito altro che un “inseguimento”, con continue manovre di “tentata” restrizione del bilancio pubblico, e mancata crescita degli investimenti indispensabile per correggere sia la competitività delle merci italiane (al di fuori dell'effetto dei cambi “reali”) sia, in definitiva, il livello dei prezzi e quindi lo stesso differenziale di inflazione che ci “appesantisce”.

Si è pure visto che “per avere un attivo nelle partite correnti (della bilancia dei pagamenti) o per ridurre il passivo, si deve incrementare il risparmio nazionale”, pubblico e privato.

In questa ottica, è corretto ridurre la spesa pubblica (consentendo un maggior “risparmio” appunto pubblico).

Ma anche su questo versante, l'Italia non ha “peccato” (per lo meno a partire dagli anni '90) nei termini oggi facilmente attribuitigli e, anzi, la prolungata politica restrittiva ha finito per “distruggere” il risparmio pubblico ed è, ora, arrivata anche a intaccare il risparmio privato.

Basti pensare che l'Italia realizza un avanzo-saldo primario di bilancio fin dal 1991. Si veda la seguente tabella, tratta dallo “Studio sull'andamento dell'indebitamento netto e del debito dal 1990 al 2010 e previsioni 2011-2014”, curato dal Servizio bilancio dello Stato della Camera dei

---

<sup>11</sup> R.Cellini, cit. ibidem, par.5

deputati, in occasione delle manovre di agosto (per questioni di formato è estremamente “ridotta”, ma si spera che sia sufficientemente leggibile)

**Tavola 1 - Indebitamento netto, Saldo primario e Debito delle Pubbliche amministrazioni  
Dati di consuntivo 1990 – 2010**

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Indebitamento netto</b> (*) - Valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali in rapporto al PIL																				
-80.248	-87.168	-83.631	-83.330	-79.793	-70.234	-69.830	-28.050	-30.481	-19.550	-9.265	-38.123	-38.086	-46.837	-49.030	-61.901	-49.921	-23.541	-42.705	-81.741	-71.211
-11,4	-11,4	-10,4	-10,0	-9,1	-7,4	-7,0	-2,7	-2,8	-1,7	-0,8	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,3	-3,4	-1,5	-2,7	-5,4	-4,6
<b>Saldo primario</b> - Valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali in rapporto al PIL																				
-9.521	-255	14.903	21.710	19.911	39.560	45.781	69.398	55.801	54.817	65.599	40.263	34.434	21.736	17.197	4.633	19.175	53.911,0	38.608,0	-11.333,0	-1.059,0
-1,4	0,0	1,8	2,6	2,3	4,2	4,6	6,6	5,1	4,9	5,5	3,2	2,7	1,6	1,2	0,3	1,3	3,5	2,5	-0,7	-0,1
<b>Debito</b> - Valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali in rapporto al PIL																				
663.831	750.798	847.596	959.111	1.069.415	1.151.489	1.213.508	1.238.170	1.254.386	1.282.062	1.300.341	1.358.333	1.368.512	1.393.495	1.444.563	1.512.753	1.584.093	1.602.115	1.666.603	1.763.864	1.843.015
94,7	98,0	105,2	115,6	121,8	121,5	120,9	118,1	114,9	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,6	103,6	106,3	116,1	119,0
<b>PIL</b> - Valori assoluti in milioni di euro																				
701.352	765.806	805.682	829.758	877.708	947.339	1.003.778	1.048.766	1.091.361	1.127.091	1.191.057	1.248.648	1.295.226	1.335.354	1.391.530	1.429.479	1.485.377	1.546.177	1.567.761	1.519.702	1.548.816

Per quanto risulti “leggibile”, si evidenzia che non solo dal 1991 il bilancio pubblico italiano presenta un attivo (eccezione fatta per gli anni 2009-2010, a causa della congiuntura internazionale determinata dalla c.d. “crisi dei *subprime*”), ma che questo, a partire dal 2003, primo anno di effettiva registrazione degli effetti della circolazione “esclusiva” della moneta unica, è andato costantemente riducendosi, salvi gli anni 2007 e 2008, in cui si è evidentemente registrata una politica di bilancio più “virtuosa”, ma senza raggiungere mai i livelli di saldo primario antecedenti al 2000 (essendo il 1999 l’anno di conversione del debito pubblico nazionale in euro e quindi l’anno di riferimento per “saggiare” gli effetti dell’euro sul bilancio dello Stato).

Si riporta un passaggio di un prestigioso economista inglese<sup>12</sup>, tra l’altro *chief advisor* della *Goldmann&Sachs*, e quindi non tacciabile di inclinazioni anti-monetariste e keynesiane:

*“In order to break the vicious circle of debt and interest rates, the new government will probably have to embark on a credible plan to **earn a primary budget surplus of over 5 per cent of GDP for several successive years at least**. There is no doubt that a Monti government would announce such a plan, but **the question is whether this could actually be implemented** in the coming years. I have examined the history of budget balances in advanced economies since 1980, and can really only find three comparable historic episodes of budget reform in which such large primary surpluses have been maintained for several years, and have led to large falls in debt ratios. These are Ireland (1988-2000); Belgium (1995-2007) and Italy itself (1995-2002). There are other episodes which are not comparable, because they are based on resource discoveries or unsustainable private sector booms. In effect, **Italy is being asked to repeat what it achieved from 1995 onwards, when it***

<sup>12</sup> W.Davies “*The Italian Job*” sul blog del Financial Times, “Euro crisis”, <http://blogs.ft.com/gavy.davies/2011/11/13/the-italian-job/#az1fwH03Ggq>

*managed several successive years with primary budget surpluses above 3 per cent of GDP. But that was at a time when the economy was growing at a decent clip, quite unlike what will happen next year. If such a large fiscal consolidation can be achieved in the teeth of a recession, it will be very impressive, to say the least.*

***2. The Availability of Short Term Liquidity: Any package which provides liquidity to Italy needs to cover much or all of its refinancing needs for about three years. Otherwise it would not be credible. And a package which is not credible would unravel quickly, because even a small reduction in bond holdings by private investors would greatly add to the upward pressure on yields. To pick a round number, a credible package would need to make €750bn available to Italy between now and 2015.”***

Si sono sottolineate in neretto le parti salienti, così traducibili:

1. la soluzione della sfida della sostenibilità del debito richiederebbe un avanzo primario almeno al 5% (l'autore lo indica in 5,2% elaborando un apposito “calcolatore automatico”), sostenuto per “numerosi successivi anni”;
2. abbiamo visto che, nella migliore delle ipotesi, l'avanzo primario per il 2012, “potrebbe” essere intorno al 2,5%;
3. ripetere, però in modo “amplificato”, quello che si è realizzato tra il 1995 e il 2000, quanto alla misura del saldo primario, richiederebbe una situazione di generalizzata crescita economica, risolvendosi altrimenti in un autentico miracolo (laddove lo stesso risultato fosse ritenuto realizzabile in situazione di recessione);
4. l'esigenza di “rifornire” l'Italia di liquidità, è imprescindibile (in assenza, la strategia di “rompere il circolo vizioso tra debito e interessi crescenti...non sarebbe credibile”), mentre ciò è radicalmente negato dalla “governance” UE. L'ammontare di questa liquidità dovrebbe coprire la maggior parte dei volumi di “collocamento” del debito pubblico italiano (altrimenti la mancanza di credibilità “si rivelerà rapidamente”), cioè un ammontare, appunto “credibile” di 750 miliardi di euro per i prossimi anni e fino al 2015.

Questi i crudi dati della realtà economia e finanziaria in cui siamo collocati.

Si è vista nei paragrafi precedenti la gamma dei rimedi immediati e strutturali che la situazione richiederebbe. In assenza di tali interventi, dei quali il più immediato e urgente si conferma un serio intervento della BCE per erogare nuova e adeguata liquidità a sostegno incondizionato del debito pubblico italiano, (intervento il cui ritardo è destinato a essere effettuato a costi crescenti, se non incontrollabili), la situazione rischia seriamente di virare sul “*credit crunch*”,

cioè una drammatica crisi di liquidità con insolvenza del nostro sistema bancario, e sostanziale “*default*” dello Stato italiano.