

Italia / Luigi Zingales

Facciamo un bel default

Il nostro Paese secondo alcune Cassandre rischia il fallimento. Ma cosa succederebbe se davvero accadesse? Gli scenari di un economista

DI LUIGI ZINGALES

L'Italia non ce la fa, andava ripetendo Rudiger Dornbusch illustre e rimpianto economista di Mit, nel lontano 1989. E si riferiva al debito pubblico. Dornbusch sosteneva non solo che il nostro debito era insostenibile, ma che dichiarare default era la soluzione migliore per l'Italia. Un forte taglio del debito avrebbe reso possibile una riduzione del carico fiscale, permettendo all'Italia una crescita più elevata. Dornbusch sosteneva addirittura che un default fosse giusto, visto che lo Stato aveva pagato per molti anni un forte premio per il rischio. Una restituzione solo parziale avrebbe solo riportato il rendimento effettivo dei titoli pubblici a livelli normali.

Le sue previsioni si dimostrarono errate. Negli ultimi vent'anni l'Italia non solo è riuscita a sostenere il peso del debito pubblico, ma addirittura a ridurlo: da più del 120 per cento del Pil a "solo" il 105 per cento. Ma è riuscita a farlo in condizioni economiche globali molto favorevoli e al prezzo di una crescita molto limitata: solo l'1,4 per cento l'anno contro il 2,3 per cento della media europea.

A fare la Cassandra oggi non è più Dornbusch, prematuramente scomparso, ma il più impersonale mercato dei credit default swap, un nome complicato per indicare contratti di assicura-

zione contro i rischi di fallimento. Dal costo di questa assicurazione si può dedurre la probabilità di default attribuita dal mercato: per lo Stato italiano 4,6 per cento all'anno (circa il 13 per cento su tre anni). È ragionevole?

Per rispondere a questa domanda è necessario capire come e quando gli Stati sovrani dichiarano bancarotta (come fece l'Argentina nel 2001). Un'impresa paga i suoi debiti per evitare che i creditori se ne impossessino, vendendone i beni. Nel caso di uno Stato sovrano non è così. Fortunatamente, i creditori dello Stato italiano non possono impadronirsi del Colosseo e venderlo all'asta. L'unica arma in loro possesso è quella di non prestare più. Questo rischio è sufficiente a indurre la maggior parte dei paesi a non fare default perché la maggior parte dei paesi (tra cui il nostro)

sono perennamente in deficit e quindi bisognosi di prendere a prestito continuamente. Da un punto di vista strettamente economico, un default diventa conveniente solo se un governo risparmia così tanto in spese da interessi da non dover tornare più sul mercato del credito per molti anni. Con una spesa per interessi pari al 5 per cento del Pil e un deficit che viaggia intorno al 3 per cento, difficilmente un default eliminerebbe all'Italia la necessità di nuovi prestiti. Anche se seguissimo l'Argentina, ripagando solo il 20 per cento del debito (portando la spesa per interessi all'1 per cento del Pil), ci troveremmo con un avanzo di bilancio di solo l'1 per cento del Pil, troppo poco per fronteggiare una recessione severa senza accesso al debito.

Si sbaglia il mercato? In questo periodo di forte volatilità è possibile che le probabilità implicite in questi contratti riflettano più l'avversione al rischio degli operatori che una stima accurata della pro-

Sotto: il Saiedue Living a Bologna.
A destra: centrale termoelettrica a Civitavecchia e, accanto, fabbrica tessile a Casalnuovo.
In alto: Luigi Zingales



babilità che un default si realizzi. D'altra parte anche il governo americano (che può stampare la sua moneta) ha una probabilità di bancarotta pari al 1,5 per cento all'anno o 4,4 per cento su tre anni.

Se vogliamo credere a queste stime, gli scenari più plausibili sono due. Il primo è di una crisi dell'euro dovuto a tensioni interne su come fronteggiare la recessione. Se l'euro dovesse disintegrarsi sull'opportunità di una politica monetaria e fiscale espansiva, l'Italia, con una moneta debole, si troverebbe a dover pagare tassi di interesse proibitivi. A questo punto il default sarebbe una necessità, non una scelta. Il secondo scenario vede l'Italia soccombere alla tentazione di una svalutazione competitiva. Se, come si teme, la recessione è molto seria con una caduta del Pil superiore al 5 per cento, la tentazione populista di uscire dall'euro per svalutare e ridare fiato alle esportazioni potrebbe diventare seria. Anche in questo caso, il default sarebbe una conseguenza inevitabile dell'uscita dall'euro. Quello che rende questo scenario possibile è che nel breve periodo l'Italia trarrebbe dei benefici rilevanti da questa doppia manovra. Con più di metà del debito pubblico detenuto all'estero, il de-

fault sarebbe una tassa pagata prevalentemente dagli stranieri. Un'impennata di inflazione, non solo possibile ma anche probabile con una moneta nazionale, ridurrebbe il valore delle promesse pensionistiche, permettendo una riduzione del peso dei contributi sociali e quindi favorendo l'occupazione. La svalutazione, se non seguita da una serie di svalutazioni competitive degli altri paesi europei, permetterebbe una esplosione delle esportazioni, rimettendo in moto la crescita.

Ovviamente questa strategia avrebbe costi molto elevati nel lungo periodo. L'ancoraggio della nostra valuta all'euro era una scommessa che le nostre istituzioni potessero adeguarsi a quelle europee. Il default sarebbe un'ammissione non solo che abbiamo fallito in questo adeguamento (purtroppo questo è già evidente), ma che abbiamo perso perfino la speranza di riuscirci in futuro.

Se a prevenire il default fossero solo i costi di lungo periodo, non dormiremmo sonni tranquilli: difficilmente i politici,



Il governo Usa ha una probabilità di bancarotta pari all'1,5 per cento all'anno

tanto più quelli nostrani, sacrificerebbero un guadagno immediato per un costo futuro. A prevenire il default sono invece gli effetti redistributivi. La doppia manovra tasserebbe gli anziani (che possiedono più titoli pubblici e diritti pensionistici) e favorirebbe i giovani, che si vedrebbero ridotti il carico fiscale e aumentate le prospettive occupazionali. Da un punto di vista sociale potrebbe trattarsi di una redistribuzione giustificata. Se oggi abbiamo un elevato debito pubblico e pensionistico è perché la generazione dei nostri padri ha speso senza pagare le tasse, scaricando il costo su di noi. E se oggi il peso delle pensioni è così elevato, è perché quella stessa generazione si è promessa (sulla nostra pelle) pensioni sproporzionate rispetto ai contributi versati. Un default sarebbe solo una vendetta, crudele sì ma non del tutto ingiustificata. Ma a prevenire che questa

vendetta possa consumarsi osta il fatto che quella generazione è ancora al potere. Con un presidente del Consiglio ultrasettantenne e un presidente della Repubblica ultraottantenne, l'interesse dei giovani può aspettare e i titoli di Stato sono al sicuro... Europa permettendo. ■

