

Debiti sovrani senza angoscia

di Gianni Toniolo

Dopo l'allarme lanciato martedì da Moody's sul possibile declassamento dei debiti sovrani di Stati Uniti e Gran Bretagna, non è da escludere che, per smottamenti successivi, sui mercati ritorni l'isteria collettiva d'inizio giugno sulle prospettive dei titoli di stato (il cosiddetto debito sovrano) dei paesi mediterranei e dell'Irlanda. Le innumerevoli mani appoggiate ai mouse pronte a "cliccare" ordini di vendita potrebbero tornare in azione.

La volta scorsa, alla fine, la ragione ha avuto la meglio. In Spagna e Grecia le aste per le nuove emissioni sono andate meglio del previsto, gli acquisti di titoli di stato da parte della Bce sono diminuiti, gli stress test sulle banche europee hanno confermato la buona solidità complessiva del sistema. La notizia della morte dell'euro, propagata per disinformazione o interesse, si è rivelata, come avrebbe detto Mark Twain, fortemente esagerata.

Le nuove tensioni sul debito di Portogallo e Irlanda, con la minaccia di un ritorno d'irrazionale pessimismo, rendono forse utili considerazioni di prospettiva più lunga. Vale anzitutto la pena ricordare che, nel passato, il premio di rischio (lo spread nel linguaggio di oggi) chiesto per investire nei titoli dei paesi ritenuti meno solidi non ha fornito buone previsioni del rischio d'insolvenza successivamente emerso.

Inoltre, nel lungo andare, l'investimento in titoli di stato esteri ha reso più di quello nei più sicuri titoli domestici, malgrado rivoluzioni, cambi di regime, consolidamenti del debito e malgrado la stessa Grande Depressione durante la quale, detto per inciso, le agenzie di rating hanno dato misera prova di sé. Ancora: la storia mostra come la reputazione sia stata tenuta in gran conto nella valutazione del rischio sul debito sovrano fatta dai mercati. Sotto questo profilo, la Grecia non ha, effettivamente, una credibilità immacolata, essendo stata praticamente insolvente fra gli anni 30 e gli anni 60 del secolo scorso.

Gli altri paesi dell'Europa Occidentale hanno sempre onorato, nel XX secolo, i debiti contratti in tempo di pace (fanno eccezione solo quelli contratti dalla Germania per fare fronte alle riparazioni di guerra impostele nel 1919). L'ultimo default del Portogallo risale agli anni 90 dell'800, l'ultimo ripudio del debito da parte della Spagna avvenne nel 1871. Dal 1815 a oggi, gli antichi stati italiani e poi l'Italia unita hanno sempre ripagato puntualmente il proprio debito sovrano.

I mercati, quando non presi da pericolosa ma fortunatamente rara isteria, ne tengono conto: vi sono dunque ottimi motivi per ritenere che, nel medio termine, il rischio di default per il debito sovrano dei grandi paesi mediterranei sia molto minore di quanto possano fare pensare gli attacchi speculativi. I titoli di stato di Spagna e Italia restano un buon affare. Solo clamorosi errori politici potrebbero mettere in forse questa valutazione.

Tutto bene, dunque? Non abbiamo ragione di temere l'elevato livello del nostro debito? Se, anche grazie alla recente manovra correttiva, i rischi di medio termine sono modesti, è necessario prestare attenzione alle prospettive di lungo andare, alle quali eletti ed elettori prestano minore attenzione. A prima vista, la storia sembrerebbe rassicurarci: negli ultimi due secoli, Regno Unito, Olanda, Francia e Italia sono stati in grado di sostenere per molti decenni rapporti tra debito e Pil superiori al 100 per cento.

Il caso più clamoroso è quello del Regno Unito, dove tale livello è stato costantemente superato dalla metà del XVIII secolo a quella del XIX e di nuovo tra la fine della Prima guerra mondiale e gli anni 60 del 900. Nei Paesi Bassi, il debito ha superato il 200% del Pil tra gli anni 20 e gli anni 50 dell'800 e si è mantenuto sopra il 100% sino a fine secolo.

Il nostro paese ha saputo gestire elevati livelli di debito per lunghi periodi di tempo. In tutti questi casi, tuttavia, la tranquilla sostenibilità del debito è stata possibile grazie all'esistenza di due condizioni: una costante, anche se lenta, riduzione dell'indebitamento condivisa nel tempo dall'intera classe dirigente e quindi mantenuta nel susseguirsi di governi di vario colore e una buona crescita del reddito.

Si tratta, inutile dirlo, di condizioni non impossibili ma nemmeno facili da ottenere nell'Europa mediterranea di oggi. La prima richiede a governi e opposizioni la convinzione, trasmessa all'opinione pubblica, che un'espansione fiscale, utile in una depressione, non è, nel lungo periodo, né elemento di coesione sociale né strumento di crescita.

Quest'ultima - su questo la storia dello sviluppo economico moderno non lascia dubbi - dipende dalle condizioni che promuovono l'aumento della produttività. Su di esse la politica economica può influire molto. Può, in particolare, creare un circolo virtuoso che, a partire da un credibile impegno alla progressiva, seppure lenta, riduzione del livello dell'indebitamento, generi maggiori risorse per l'investimento pubblico e privato con effetto positivo sulla crescita e, dunque, sul rapporto tra debito e Pil.