

La crisi dei debiti sovrani in Europa

Prof. Carluccio Bianchi
Università di Pavia

Una crisi che viene da lontano

La crisi attuale è la conseguenza diretta dei provvedimenti di politica economica presi per affrontare la crisi dei mutui *subprime* del 2007-2008.

Come è noto, bolla immobiliare, bassi tassi di interesse iniziali, cartolarizzazioni spregiudicate, diffusione di un sistema bancario ombra con crescita abnorme della leva finanziaria, assenza di regolamentazione, conflitti di interesse interni alle agenzie di rating hanno portato ad una esplosione dei mutui *subprime*, cui è seguito poi il loro dissesto, estesosi all'intero sistema bancario-finanziario.

La diffusione della crisi

In seguito al dissesto dei mutui subprime, il valore dei titoli cartolarizzati si è pressoché annullato, le banche sono entrate in crisi di liquidità, il mercato interbancario si è vaporizzato, le Borse sono crollate, alcune banche o istituzioni finanziarie sono fallite (LB) o sono state nazionalizzate o salvate con interventi ad hoc delle autorità di Governo.

La crisi dagli Stati Uniti si è diffusa al mondo intero attraverso il sistema delle interdipendenze finanziarie e reali.

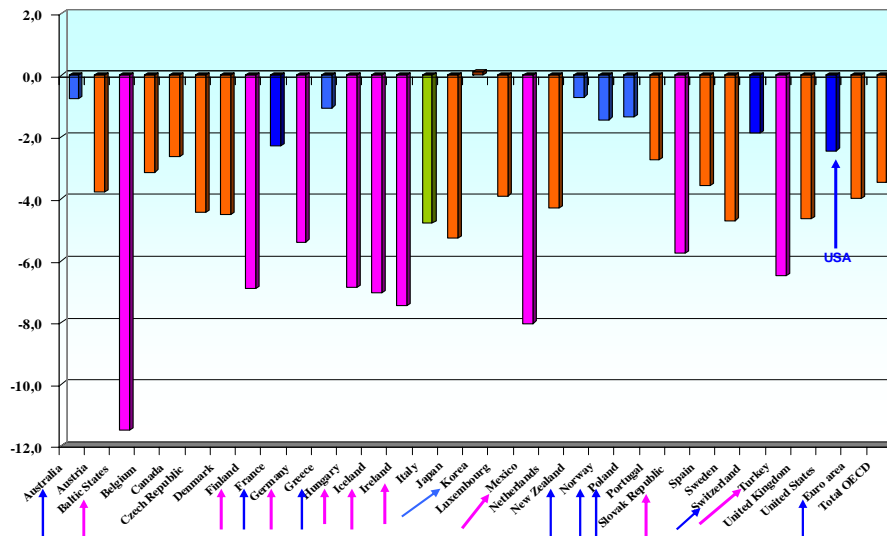
La diffusione della crisi

In particolari la crisi, inizialmente solo finanziaria, è diventata reale in seguito all'operare dei classici meccanismi di trasmissione:

- *credit crunch*, effetti ricchezza, effetti sulle aspettative di famiglie e imprese, maggiore avversione al rischio e preferenza per la liquidità, moltiplicatore del reddito, commercio internazionale

Contagio dell'economia reale

Il PIL mondiale è caduto per la prima volta dal II dopoguerra.
Queste le variazioni del 2009 nei vari paesi OCSE:



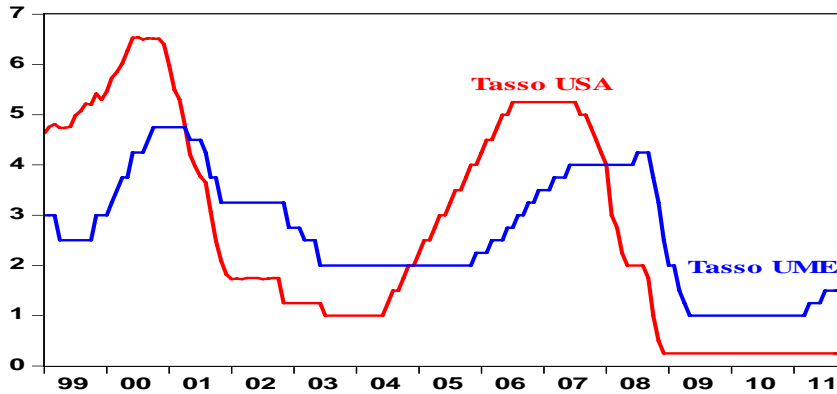
Gli interventi di Governi e Banche Centrali

In questa difficilissima situazione, tendenzialmente peggiore di quella del 1929, le autorità di governo sono intervenute anzitutto per evitare che la crisi di liquidità portasse al fallimento delle banche e delle istituzioni finanziarie.

L'obiettivo primario è stato quindi quello di **salvaguardare l'esistenza del sistema finanziario stesso, condizione fondamentale per evitare il collasso dell'intero sistema economico.**

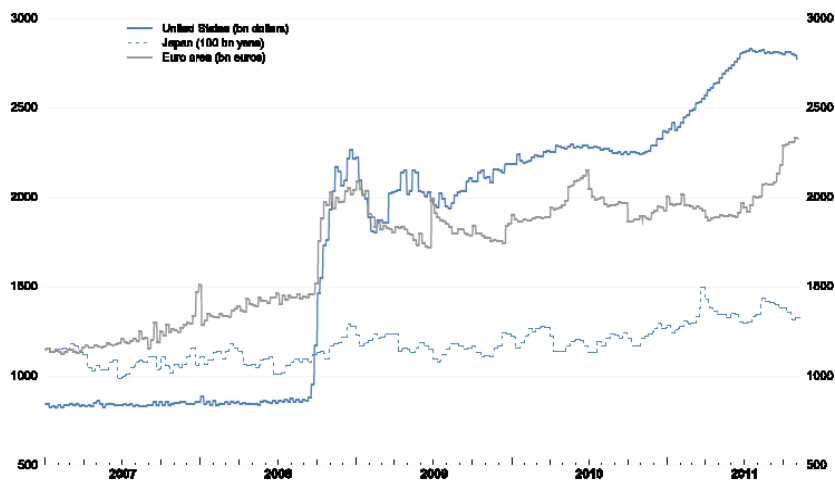
Gli interventi di Governi e Banche Centrali

In particolare i primi interventi a sostegno dei mercati finanziari sono stati effettuati dalle Banche Centrali con politiche di **riduzione dei tassi d'interesse, espansioni monetarie (anche non convenzionali) senza precedenti**



Gli interventi di Governi e Banche Centrali

Unorthodox monetary measures have been strengthened
Central bank liabilities, local currency



Gli interventi di Governi e Banche Centrali

La politica monetaria ha contribuito a stabilizzare il sistema finanziario e creditizio. Essa però non è stata sufficiente, perché le banche hanno trattenuto presso di sé tutta la liquidità immessa nel sistema.

La politica monetaria, inoltre, come è ampiamente noto, nelle recessioni non è in grado di stimolare la domanda di beni.

Così, soprattutto quando il livello della crisi si è aggravato nel settembre 2008, è stato necessario anche un forte intervento da parte dei Governi.

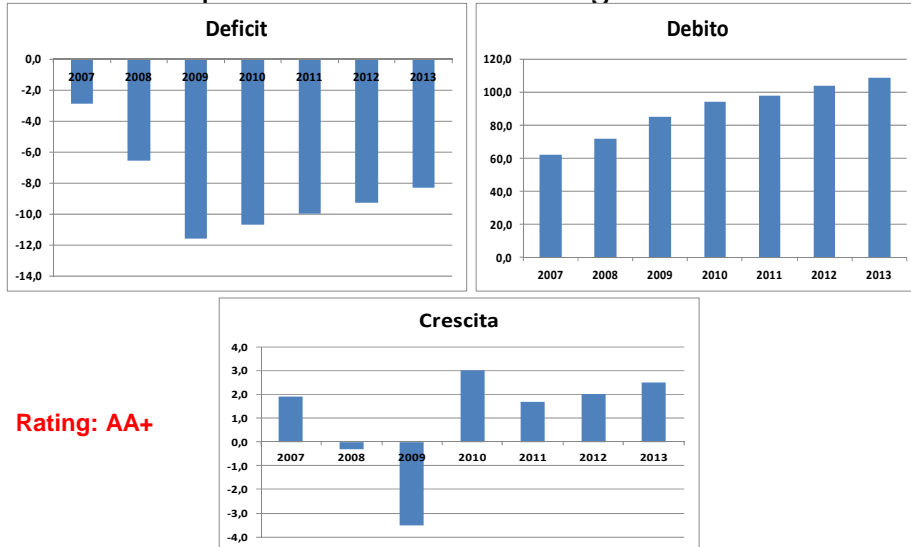
Gli interventi di Governi e Banche Centrali

L'intervento dei Governi è stato di dimensioni **senza precedenti per l'ammontare dei fondi** stanziati.

Di conseguenza i deficit e i debiti pubblici si sono fortemente ampliati, per l'operare sia (soprattutto) degli stabilizzatori automatici, sia anche (laddove la situazione iniziale delle finanze pubbliche lo permetteva) di interventi discrezionali.

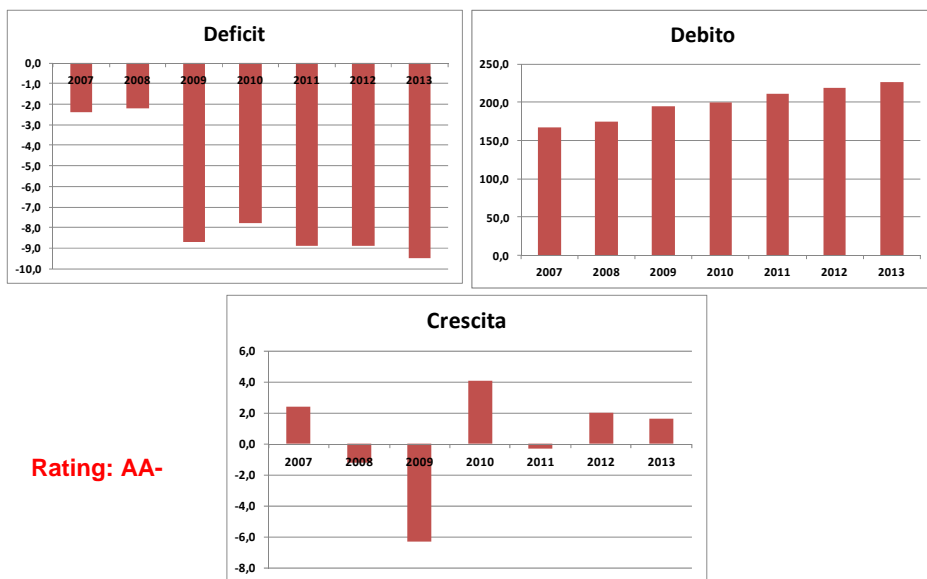
Gli interventi di Governi e Banche Centrali

I grafici seguenti mostrano l'impatto della crisi sui conti pubblici e la crescita negli **Stati Uniti ...**

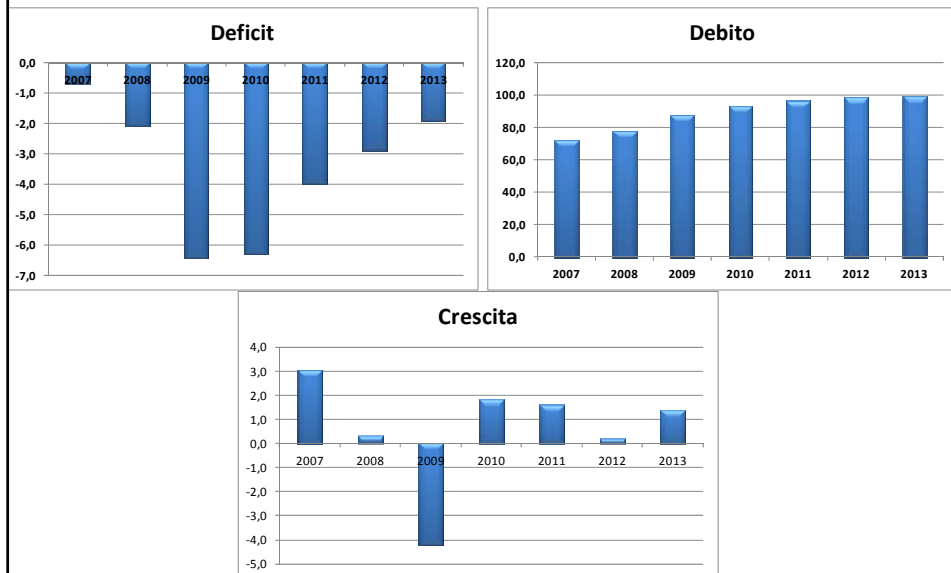


Gli interventi di Governi e Banche Centrali

in Giappone ...



Gli interventi di Governi e Banche Centrali nell'Eurozona ...



La crisi dei debiti sovrani in Europa

La situazione all'interno dell'eurozona è tuttavia piuttosto variegata, con una netta divaricazione tra la Germania, il cui debito pubblico è stabilizzato dal 2010 (all'84%), pur in presenza di un lieve deficit (circa 1% del Pil), e gli altri paesi, soprattutto periferici (ma anche la Francia), dove la dinamica del debito pubblico rimane piuttosto elevata.

Critica appare soprattutto la situazione dei cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna) dove la situazione dei conti pubblici è problematica.

Ricordiamo che vale:

$$\Delta(\text{debito}/\text{Pil}) = \Delta d = \text{deficit}/\text{Pil} - \text{crescita nominale} \times d = \text{disavanzo primario} + (i - g_n)d$$

La crisi dei debiti sovrani in Europa

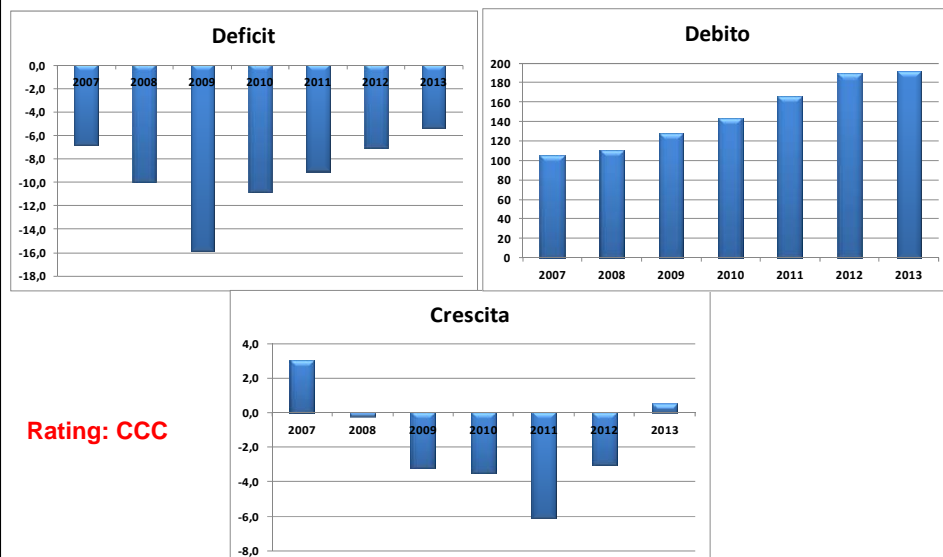
La crisi dei debiti sovrani nei PIIGS può essere fatta risalire all'inizio del 2010, quando si scoprì che il Governo Greco aveva mentito sistematicamente sullo stato dei conti pubblici per soddisfare i parametri europei e che aveva effettuato con GS e JP Morgan operazioni finanziarie spregiudicate e illegittime per nascondere l'entità dell'indebitamento (swap in valuta non contabilizzati come prestiti). Il suo deficit effettivo passava dal 6% al 13% del Pil. Il suo debito 2009 veniva rivalutato al 127% del Pil, con una percentuale del 70% detenuta all'estero.

La crisi dei debiti sovrani in Europa

Si determinava quindi una crisi di fiducia rispetto alla possibilità del Governo greco di rimanere solvente. Ad aprile le agenzie di rating abbassavano il merito di credito dei titoli greci al livello di titoli spazzatura. I tassi di interesse e lo spread rispetto ai Bund tedeschi schizzavano verso l'alto. Il Governo iniziava a prendere misure di austerità e chiedeva sostegno alla Commissione Europea e al FMI per evitare il default. Il totale dei finanziamenti concordati ammontava a 110 miliardi di euro, divisi in varie tranches temporali, per avere le quali, tuttavia, la Grecia si impegnava a drastiche misure di risanamento fiscale.

La crisi della Grecia

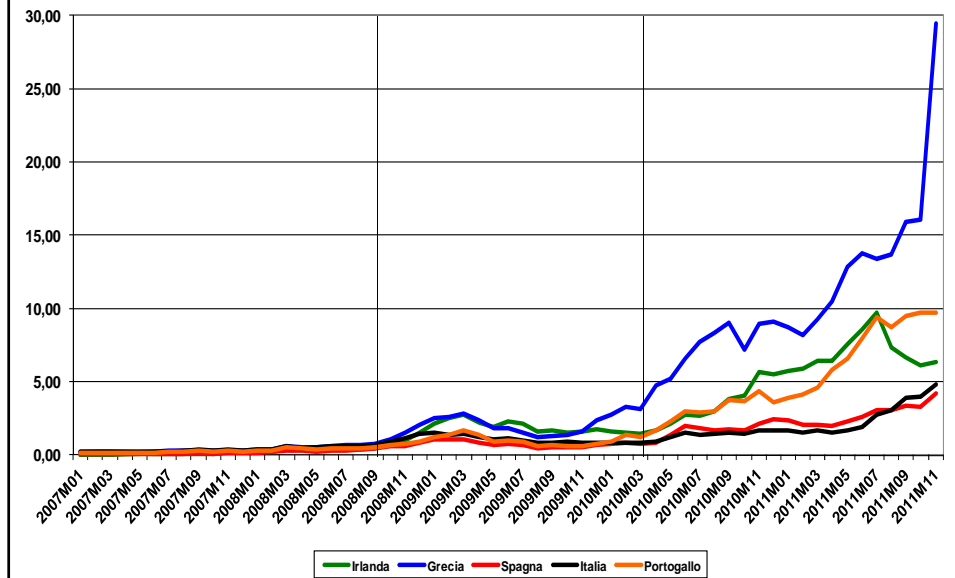
La situazione della Grecia può essere facilmente illustrata con l'aiuto dei soliti grafici



La crisi dei debiti sovrani in Europa

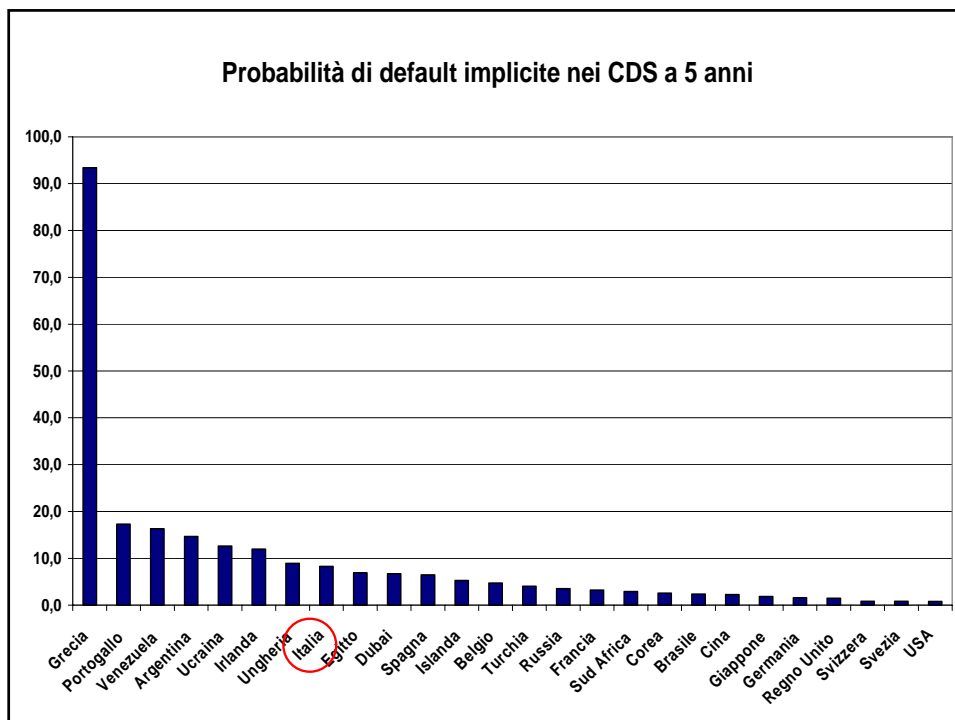
La crisi fiscale e la possibilità di default della Grecia (2,5% del Pil Uem) determinavano quindi immediati effetti di contagio nei paesi dell'Eurozona con la situazione delle finanze e del debito pubblico peggiori e le prospettive di crescita più basse. Entravano in crisi nell'ordine Irlanda (1,7%), Portogallo (1,9%), Spagna (11,5%) e Italia (17%). I premi per il rischio di insolvenza salivano ovunque nei cosiddetti PIIGS e tutti i paesi erano costretti ad adottare misure di risanamento fiscale per rassicurare i mercati.

La dinamica degli spread dei PIIGS rispetto alla Germania



La crisi dei debiti sovrani

Nei paesi a maggior rischio di default, oltre a salire i tassi di interesse, sono aumentati i premi pagati dai detentori di titoli di Stato per assicurarsi contro la possibile insolvenza tramite lo strumento dei CDS. Sulla base di tali premi è possibile ricavare implicitamente la probabilità che i mercati finanziari assegnano all'insolvenza di ciascuno Stato sovrano.



Crisi dei debiti sovrani e delle banche

L'innalzamento dei tassi di interesse ha determinato una caduta del valore dei titoli di Stato.

Gran parte di questi titoli sono detenuti da banche, il cui attivo perde valore; di conseguenza anche il loro rischio di insolvenza sale; le loro quotazioni di Borsa scendono.

La crisi, nata dalle banche, è passata agli Stati sovrani, ed ora ritorna anche alle banche, le quali hanno bisogno di ricapitalizzare, ma hanno difficoltà a trovare finanziamenti, dato che anche gli Stati stanno riducendo i loro deficit.

La crisi dei debiti sovrani

Vi sono tutti gli elementi per innescare una nuova recessione (*double dip*), determinata dalla combinazione di:

- a) politiche fiscali restrittive ovunque, volte a ridurre rischio di insolvenza
- b) restrizioni del credito bancario, determinate da innalzamento dei tassi di interesse e crisi di liquidità delle banche, a seguito della caduta del valore dei titoli di Stato posseduti
- c) riduzione delle quotazioni di Borsa, soprattutto delle azioni bancarie, e della ricchezza finanziaria delle famiglie (azioni più titoli di Stato), per cui si devono ricostituire i risparmi riducendo i consumi
- d) crisi di fiducia e maggiore avversione al rischio
- e) interdipendenze finanziarie e reali a livello mondiale

Il problema italiano

In Europa vi è ora un serio rischio di dissoluzione dell'Unione Monetaria.

Dall'estate 2011, dopo i problemi manifestati dai paesi periferici, ora al centro dell'interesse è l'evoluzione dell'economia italiana.

La situazione attuale dell'economia italiana è opposta a quella del 1995-97 (ingresso nell'Uem): allora vi fu un circolo virtuoso di riduzione del deficit, dei tassi di interesse, e quindi dei deficit. Oggi è in atto un circolo vizioso opposto: il deficit non è sotto controllo, ciò fa aumentare i tassi di interesse, che a loro volta spingono il deficit verso l'alto. Ogni aumento di un punto dei tassi di interesse, a regime (circa 7 anni), determina un incremento del deficit dell'1,2% del Pil, pari a circa 20 miliardi di euro.

Il problema italiano

Ma perché l'Italia è ora l'epicentro della crisi?

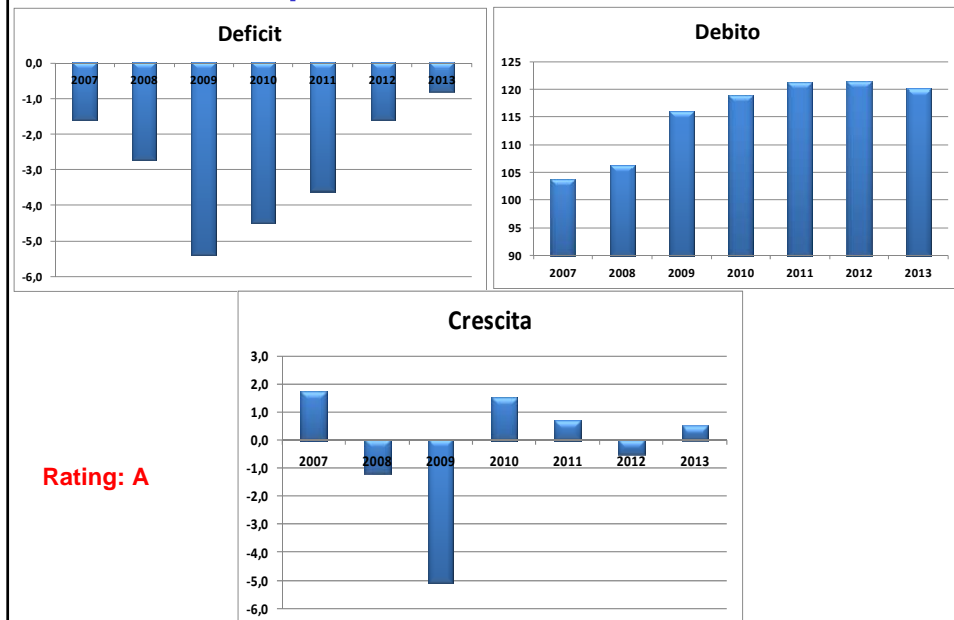
- a) Contagio Grecia (ormai in default, seppure parziale e "volontario"; "haircut" concordato 50-60%)
- b) Paese "grande" (17% Uem) con elevato rapporto debito pubblico – reddito
- c) Ruolo della credibilità (e tempistica) delle misure di risanamento per ristabilire la fiducia dei mercati e sfida Stati vs. speculazione
- d) Ruolo e credibilità delle istituzioni europee nell'affrontare la crisi – mancanza di politica fiscale europea e diversità di vedute su possibili interventi (Bce, Eurobond, Fondo salva-Stati, ecc.)
- e) Contagio da Grecia a Spagna-Italia a tutto sistema Uem: se cade l'Italia cade l'Uem (vedi recente aumento tassi sui Bund, ora superiori ai Gilt a 10 anni)

Il problema italiano

Perché, nonostante il deficit basso (3,6% nel 2011, 2% circa nel 2012), lo spread aumenta?

- 1) Poca affidabilità alcune misure di entrate fiscali
- 2) Effetti negativi delle misure sulla crescita reale
- 3) L'aumento della disoccupazione e la riduzione della crescita fanno aumentare G e crescere i rapporti deficit/Pil e debito/Pil
- 4) La riduzione simultanea dei deficit di tutti i paesi avanzati ha effetti amplificati su tutte le economie
- 5) Tutto ciò fa sì che il previsto annullamento del deficit nel 2013 non avverrà (stima 0,8-1%), con la necessità di prendere nuove misure e la conseguenza di provocare un ulteriore calo di fiducia, un innalzamento dei tassi di interesse e dello spread con i Bund tedeschi

Il problema italiano



Un'Europa a due velocità

Si determina una netta divergenza tra l'evoluzione della Germania e quella dei paesi periferici.

- 1) In Germania si verificano entrate di capitali alla ricerca di un "porto sicuro", per cui i tassi di interesse si riducono, gli investimenti aumentano e così le esportazioni, grazie all'euro debole
- 2) Altrove i tassi aumentano e gli investimenti si riducono; la forza delle esportazioni tedesche non indebolisce l'euro a sufficienza; inoltre la ridotta domanda interna tedesca implica basse esportazioni e bassa crescita nella periferia dell'Uem
- 3) Vi sono poi effetti sulla crescita potenziale: il reddito sale in Germania e stimola il progresso tecnico; ciò aumenta il reddito potenziale; altrove succede il contrario

Che fare per rompere il circolo vizioso italiano?

Per l'Italia sono fondamentali non solo misure fiscali credibili e rapide; serve pure una ricapitalizzazione delle banche; occorre stimolare la crescita, sia per ridare fiducia ai mercati sia per consolidare il risanamento fiscale, a partire da una situazione strutturale già peggiore in termini di crescita.

Occorrono misure straordinarie (patrimoniale, liberalizzazioni, dismissioni, riforme strutturali giustizia e PA, ammortizzatori, infrastrutture) per rilanciare la crescita ed evitare depauperamento del capitale fisico, umano e sociale.

Conclusioni

La situazione attuale è molto rischiosa, per cui la prosecuzione del processo di crescita in atto in Europa non è garantita, nonostante lo stimolo derivante dalla buona performance di crescita dei paesi emergenti.

Il nodo della crisi è ora nei paesi avanzati ed in particolare nell'area dell'euro, a causa dei problemi di affidabilità dei paesi periferici.

Tutti gli Stati hanno adottato misure fiscali restrittive, peggiorando le prospettive di crescita. Il rischio è che la combinazione di strette fiscali, restrizioni creditizie determinate dalle difficoltà delle banche, riduzione dei consumi da parte delle famiglie, in seguito alle perdite di ricchezza e all'incertezza sul futuro, generi una nuova recessione. Per l'Italia ormai si prevede una variazione negativa del Pil nel 2012.