



[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

[Conti Pubblici](#) / [Europa](#)

## DERBY DEL DEBITO ATENE-ROMA

di [Paolo Manasse](#) 15.12.2009

*Oltre alla Grecia, altri paesi europei sono considerati a rischio insolvenza del debito da mercati e agenzie di rating. L'Italia è uno di questi. Ma quali sono differenze e analogie tra la nostra situazione e quella greca? In Grecia lo squilibrio è dato da un disavanzo primario molto elevato. Nel nostro paese, invece, è la fortissima recessione seguita alla crisi a creare problemi. E allora le nostre finanze, a differenza di quelle greche, potrebbero beneficiare molto della ripresa economica e dell'aumento dell'inflazione.*



Uno spettro si aggira per l'Europa, proveniente da Dubai: l'**insolvenza** del debito sovrano. Usciti carichi di debiti e con le finanze dissestate dalla recessione internazionale, molti paesi europei, Grecia, Irlanda, Spagna, paesi Baltici, fino ai Balcani, sono oggi considerati a rischio dalle agenzie di rating e dai mercati. I timori si concentrano soprattutto sulla **Grecia**, mentre l'Italia, per ora, sembra sgamarla. Ma la solvibilità della finanza pubblica nei due paesi cugini è davvero diversa? E di quanto? Semplici calcoli mostrano che vi sono molte analogie e qualche importante differenza.

CONSEGUENZE DEL DECLASSAMENTO

Il 7 dicembre, Standard & Poors ha messo in “negative watch” il debito sovrano greco, attualmente classificato A-, precludendo a un probabile declassamento; il giorno dopo Moody’s lo ha declassato a BBB+, con un “out look” negativo. Nel frattempo, sul mercato sono aumentati vertiginosamente gli **spread sui Cds** greci (i premi pagati per assicurarsi contro l’insolvenza), cresciuti fino a 211 punti base, i massimi da marzo 2009. In confronto, gli spread dell’Italia sono “solo” 81 punti base. Oggi gli investitori richiedono un premio di 2,31 punti percentuali per investire in titoli greci anziché tedeschi (i Bund a dieci anni), come compenso contro il rischio d’insolvenza. Per l’Italia, il differenziale è “solo” dello 0,86 per cento. **(1)**

Il declassamento del debito greco ha un’importante conseguenza: a partire dal 2010 la [Banca centrale europea](#), per migliorare il controllo della liquidità bancaria, ha deciso di rafforzare i “requisiti” di rating per i titoli [Abs](#) (Asset Backed Securities): per essere accettati come collaterale in cambio dei finanziamenti della Bce, sarà necessario che questi titoli abbiano almeno **due rating**, di cui il più basso sia “A”. Se, come sembra prevedibile, lo stesso criterio verrà applicato anche ai titoli pubblici, un declassamento generalizzato del debito greco impedirà alle banche di utilizzare queste linee di credito (a buon mercato) per investire in debito sovrano greco (da dare in garanzia alla Bce). Sparirebbe allora un’importante fonte di **domanda per i titoli greci** (e di profitto per le banche), con conseguenze potenzialmente destabilizzanti.

## IL CONFRONTO FRA ITALIA E GRECIA

Per paragonare la **sostenibilità del debito** pubblico nei due paesi dobbiamo considerare almeno tre fattori: il *disavanzo primario* (cioè il deficit pubblico al netto delle spese per interessi), che indica quanto nuovo debito lo stato deve emettere per finanziare l’eccesso di spese sulle entrate; la *differenza* tra il tasso di interesse reale, cioè depurato dall’inflazione, e il tasso di crescita del Pil, che misura la velocità “automatica” a cui deve aumentare il rapporto debito/Pil, solo per pagare gli interessi che maturano sullo stock esistente di debito; e l’ammontare di *debito* in circolazione, su cui pagare interessi e rimborsare il principale. **(1)**

I due paesi (vedi tabella 1, scenario “attuale”) presentano dati non troppo dissimili per inflazione, tasso nominale di interesse e rapporto debito pubblico/Pil. La differenza principale sta nel fatto che in Grecia lo squilibrio è dato dall’elevatissimo **disavanzo primario**, circa il 7,5 per cento del Pil, che invece da noi appare più contenuto (grazie, ministro Tremonti!). Per contro, la dinamica esplosiva del debito italiano trae origine dalla fortissima **recessione** seguita alla crisi internazionale (grazie, ministro Tremonti!), che invece ha quasi del tutto risparmiato la Grecia. La recessione accresce la velocità “automatica” del rapporto debito/Pil attraverso il differenziale tra tasso d’interesse reale e il tasso di crescita.

Qual è l’**entità della manovra** necessaria per stabilizzare il rapporto debito/Pil nei due paesi? Semplici calcoli mostrano che, se venissero confermati questi tassi, Grecia e Italia dovrebbero generare un **surplus** nel bilancio primario rispettivamente di 5,8 e di 10,5 punti di Pil (vedi riga “scenario attuale” della tabella). Dunque, in entrambi i paesi si renderebbe necessaria una correzione di bilancio di circa 13 punti di Pil (vedi ultima colonna).

La diversa origine dello squilibrio fiscale comporta però un importante **vantaggio** per l’Italia: le nostre finanze, a differenza di quelle greche, potrebbero grandemente beneficiare della ripresa economica e dell’aumento dell’inflazione.

Se, infatti, la **crescita** economica si stabilizzasse all’1 per cento (scenario 1), la manovra di aggiustamento necessaria alla stabilizzazione del nostro debito si ridurrebbe al 4,6 per cento del Pil, mentre quella greca rimarrebbe molto elevata, all’11,2 per cento.

Infine, un aiuto molto prezioso potrebbe venirci dalla Banca centrale europea: se l’**inflazione**

arrivasse al 3 per cento (scenario 2), in Italia basterebbe realizzare un bilancio primario in pareggio, e l'aggiustamento si ridurrebbe al 2,5 per cento del Pil, una manovra politicamente realizzabile, che non ucciderebbe sul nascere la ripresa.

Tabella 1: Sostenibilità del debito pubblico in Italia e Grecia ([apri la figura in PDF](#))

	Deficitprim-Pil	interesse	inflazione	interesse reale	crescita Pil	differenziale	debito-Pil	(2)deficit stabilizzante-Pil	aggiustamento-Pil
Grecia	d	i	$\pi$	$r = (1+i) - (1+\pi)$	n	r-n	b	$d^* = -((r-n) - (1+n)) b$	$d^* - d$
scenario attuale(1)	7,50%	5,46%	1,13%	4,28%	-0,75%	5,03%	113,40%	-5,75%	-13,25%
Scenario 1	7,50%	5,46%	1,13%	4,28%	1,00%	3,28%	113,40%	-3,68%	-11,18%
Scenario 2	7,50%	5,46%	3,00%	2,39%	1,00%	1,39%	113,40%	-1,56%	-9,06%
Italia									
scenario attuale	2,51%	4,03%	0,52%	3,49%	-5,15%	8,64%	115,50%	-10,52%	-13,02%
Scenario 1	2,51%	4,03%	1,13%	2,87%	1,00%	1,87%	115,50%	-2,14%	-4,64%
Scenario 2	2,51%	4,03%	3,00%	1,00%	1,00%	0,00%	115,50%	0,00%	-2,51%

(1) I dati dello scenario attuale si riferiscono al 2009. Fonti: Financial Times, Bank of Greece, Banca d'Italia, Imf, Oecd, stime dell'autore. Elaborazioni di Barbara Masi(2) Il deficit-Pil stabilizzante è definito come il valore del rapporto deficit-Pil necessario a mantenere costante nel tempo il rapporto debito-Pil

(1) Fonte: Financial Times.

(2) Un'analisi più completa richiederebbe una discussione della composizione nei due paesi per scadenza del debito, della composizione tra detentori del debito domestici (famiglie, banche, imprese) ed esteri, della diversa propensione al risparmio nonché, per il debito estero, della bilancia delle partite correnti etc. I calcoli riportati assumono per semplicità che l'intero ammontare di debito pubblico sia nominale e scada dopo un anno.

» [Tabella 1: Sostenibilità del debito pubblico in Italia e Grecia](#) (54kb - PDF)