



www.lavoce.info

[Europa](#) / [Finanza](#)

IL RISCHIO DEL DOMINO DALLA GRECIA ALL'ITALIA

di [Paolo Manasse](#) 23.02.2010

E' fondato il timore che il caso Grecia contagi anche gli altri paesi europei ad alto debito e bassa competitività? Oggi i mercati attribuiscono ai Gipsi diversi valori e diversi profili temporali di rischio d'insolvenza. In Grecia e Portogallo i rischi appaiono concentrati nel breve termine, in Italia e Spagna nel medio periodo. Forse perché considerano questi ultimi due paesi nella "seconda linea" d'attacco. E allora, nell'interesse nazionale, il nostro governo dovrebbe muoversi immediatamente in Europa per scongiurare un esito catastrofico della crisi greca.



Se il “caso Grecia” contagiassero gli altri paesi europei ad alto debito (pubblico ed estero) e bassa competitività, i **Gipsi** (oltre alla Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia), verrebbe messa in discussione la stabilità dell'euro e la coesione dell'Eurozona. È fondato questo timore? Ci sarà un **effetto domino**, come nella crisi europea del 1992, ma questa volta con una fuga dal debito, anziché dalle monete, dei paesi “deboli”? Oppure, in mancanza di dolorose riforme, i Gipsi andranno incontro a una lenta agonia di cambio fisso e manovre restrittive? Quale sarà, dopo la Grecia, il prossimo bersaglio? **(1)**

LO SCENARIO CATASTROFICO

Una crisi di *roll-over*, e cioè il rifiuto dei sottoscrittori di rinnovare il debito che viene a scadere, precipiterebbe la Grecia nell'insolvenza, rendendo necessaria la ristrutturazione del suo debito, e trasmetterebbe il segnale che i paesi dell'euro possono fallire. Nel *peggiore degli scenari*, la fuga dal debito si propagherebbe a tutti i Gipsi, e non sarebbero allora rose e fiori. Il solo il **debito estero a breve** termine dei cinque paesi rappresenta il 23 per cento del Pil dei sedici paesi dell'area euro. Un'operazione coordinata di salvataggio (*bail out*) da parte dell'Europa sarebbe molto difficile: non esiste un governo "federale" che possa tassare Francia e Germania per finanziare Grecia e Spagna. Si potrebbe ricorrere a una massiccia monetizzazione (acquisto) dei debiti da parte della Banca centrale europea, ma ciò costituirebbe un'aperta violazione dei suoi obblighi statutari: Germania e Francia vorrebbero continuare a far parte di un club siffatto? In questo scenario fallirebbero non solo gli Stati, ma anche le **banche** che possiedono quote rilevanti del loro debito, poi toccherebbe alle banche che hanno titoli o azioni di queste ultime, e quindi alle imprese che hanno linee di credito con le prime e le seconde, e così via, fino ai depositi delle famiglie. La crisi di debito porterebbe a una crisi bancaria e *corporate* su scala europea. Il tutto in una situazione dove l'economia del vecchio continente, che è fortissimamente integrata, si trova oggi prostrata e con le finanze pubbliche in dissesto. *Euro, au revoir*.

PROBABILITÀ D'INSOLVENZA

Quanto è verosimile questo scenario catastrofico? La figura 1 mostra l'andamento recente delle **probabilità cumulate** di *default* che si ricavano dai premi pagati per assicurarsi, da uno a cinque anni, contro il rischio d'insolvenza degli Stati sovrani, gli spread dei *credit default swaps*, Cds. **(2)**

Dal grafico si vede che (a) queste probabilità appaiono molto correlate tra i diversi paesi: il nervosismo contagia un po' tutti, soprattutto nei periodi di elevata tensione, ad esempio, nel febbraio 2009. (b) A partire da novembre, i mercati hanno cominciato a **discriminare**: l'Irlanda è in fase di recupero di credibilità (per il piano di aggiustamento fiscale: probabilità cumulata di default $p=12,5$ per cento al 18 febbraio), la Grecia in forte calo (per i dati di bilancio fasulli, $p=24,7$ per cento), il Portogallo in via di peggioramento, da gennaio 2010 (per la fragilità politica del governo, $p=12,8$ per cento), l'Italia se la cava un po' meglio ($p=10,1$ per cento) e segue da vicino la Spagna ($p=10,5$ per cento).

IL "TIMING" DELLE CRISI

Pochi osservatori hanno invece notato che i mercati attribuiscono ai Gipsi non solo diversi **valori di rischio** d'insolvenza, ma anche diversi **profili temporali** dei rischi. In Grecia e Portogallo, i rischi appaiono oggi concentrati nel breve termine (un anno). **(3)** In Italia e Spagna nel medio periodo. Le figure 2 e 3 mostrano, infatti, che nei primi due paesi sono molto cresciute le probabilità che una crisi si realizzi *entro l'anno* (oggi al 7,8 e al 3,5 per cento rispettivamente). Quando però guardiamo a periodi più lontani (corrispondenti a maturità di due o più anni), i rischi calano rapidamente. Come dire: *ha da passà 'a nottata*. Il profilo temporale del rischio di **Spagna e Italia** è molto diverso (vedi figure 4 e 5): per questi paesi esso è relativamente basso entro l'anno (circa il 2 per cento), ma viene percepito in leggero aumento (per maggiori dettagli sull'evoluzione nel tempo di queste probabilità [si veda qui](#)).

Come si spiegano queste differenze? In fondo, le [prospettive economiche dei Gipsi](#) nel breve periodo sono abbastanza **simili**, così come, ad esempio, è simile il peso del debito estero a breve termine sul debito totale estero. **(4)** Avanzo due ipotesi, che non si escludono mutualmente: 1) i mercati considerano Spagna e Italia nella "**seconda linea**" d'attacco: se cadono Grecia e Portogallo potrebbe poi toccare a loro. 2) A differenza di Grecia e Portogallo, Spagna e Italia sono percepite come "*too big too fail*": questo riduce la domanda di assicurazione, i premi e le probabilità d'insolvenza che essi incorporano.

Conclusione: il governo, nell'interesse nazionale, si attivi immediatamente in Europa per scongiurare un esito catastrofico della crisi greca.

(1) I dati qui presentati sono stati elaborati da Giulio Trigilia, studente del dottorato in economia del Collegio Carlo Alberto di Torino.

(2) La metodologia usata è descritta in U. Cherubini, "Prodotti strutturati e rischio di credito", università di Bologna, mimeo, (2006).

(3) Più precisamente gli *hazard rates*, e cioè la probabilità che l'insolvenza si verifichi per esempio al secondo anno posto che non sia verificata prima.

(4) Che è compreso tra il 30-35 per cento per tutti i Gipsi con l'eccezione dell'Irlanda, al 47 per cento.

Figura 1

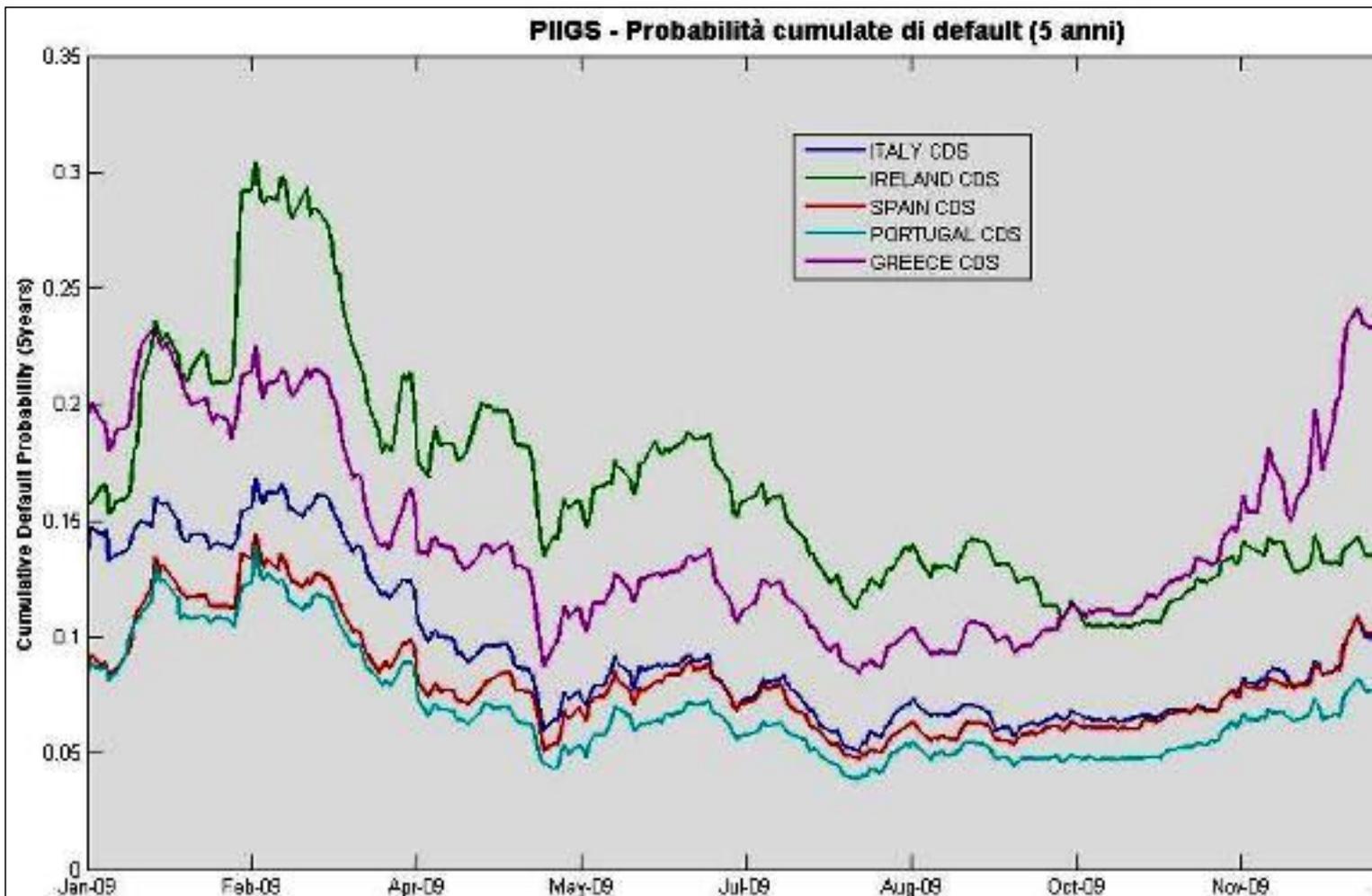


Figura 2

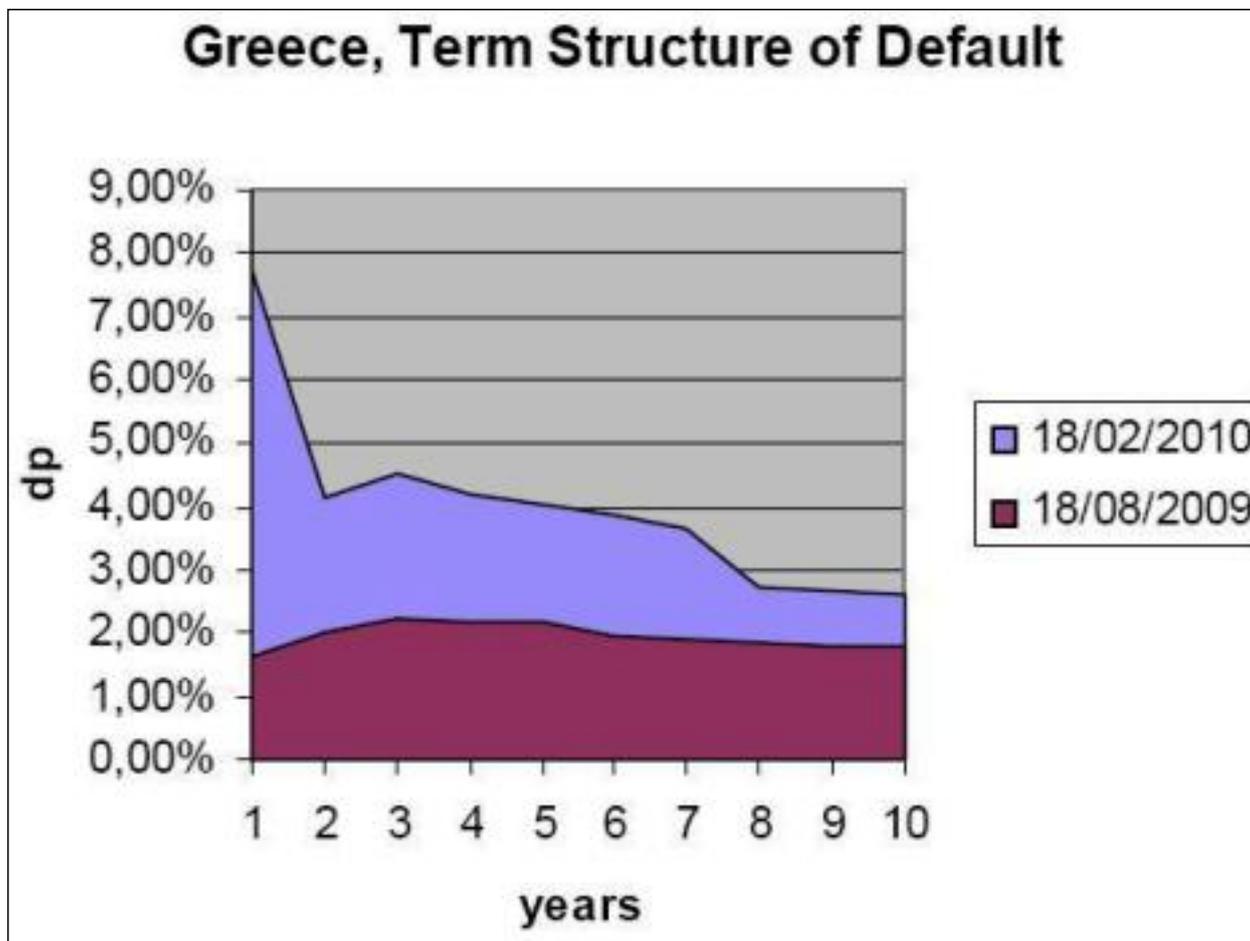
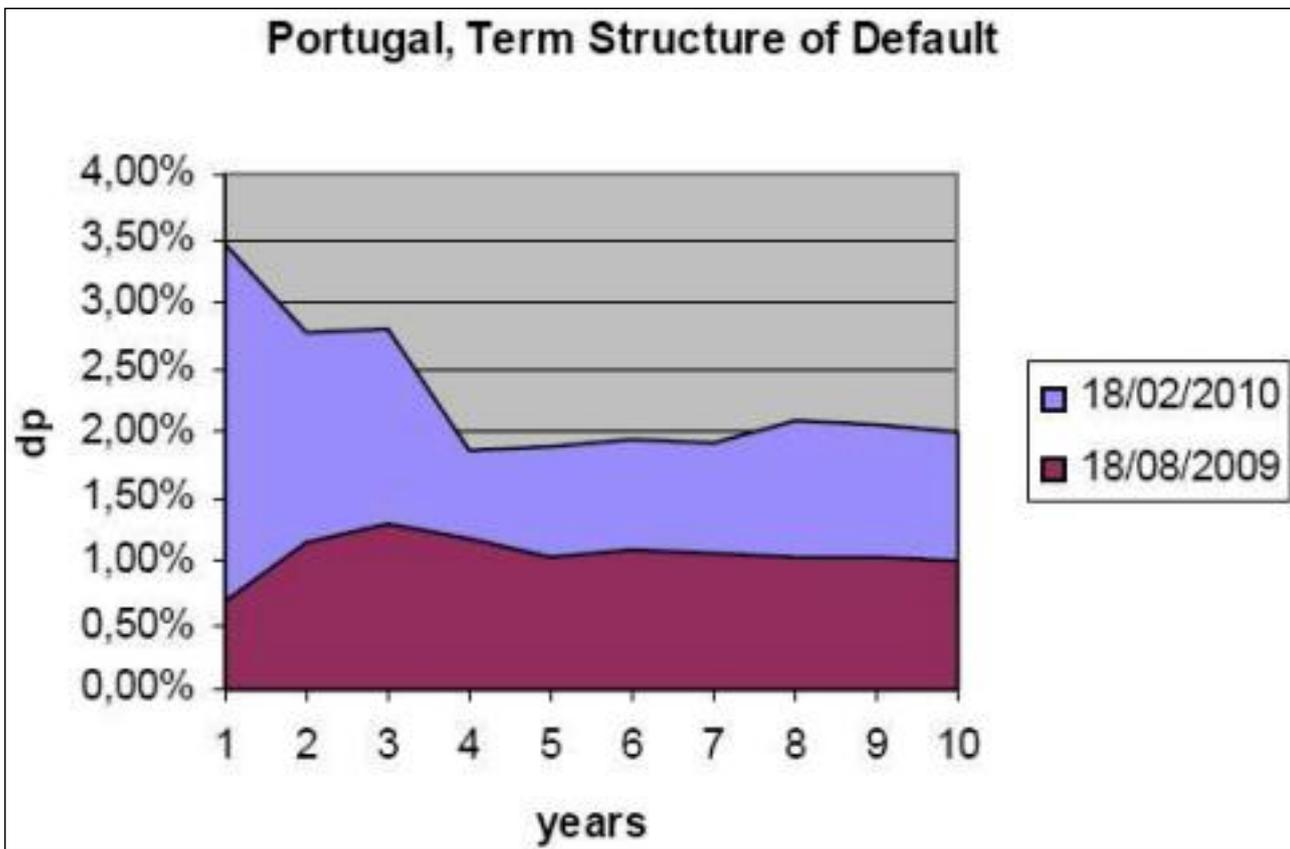
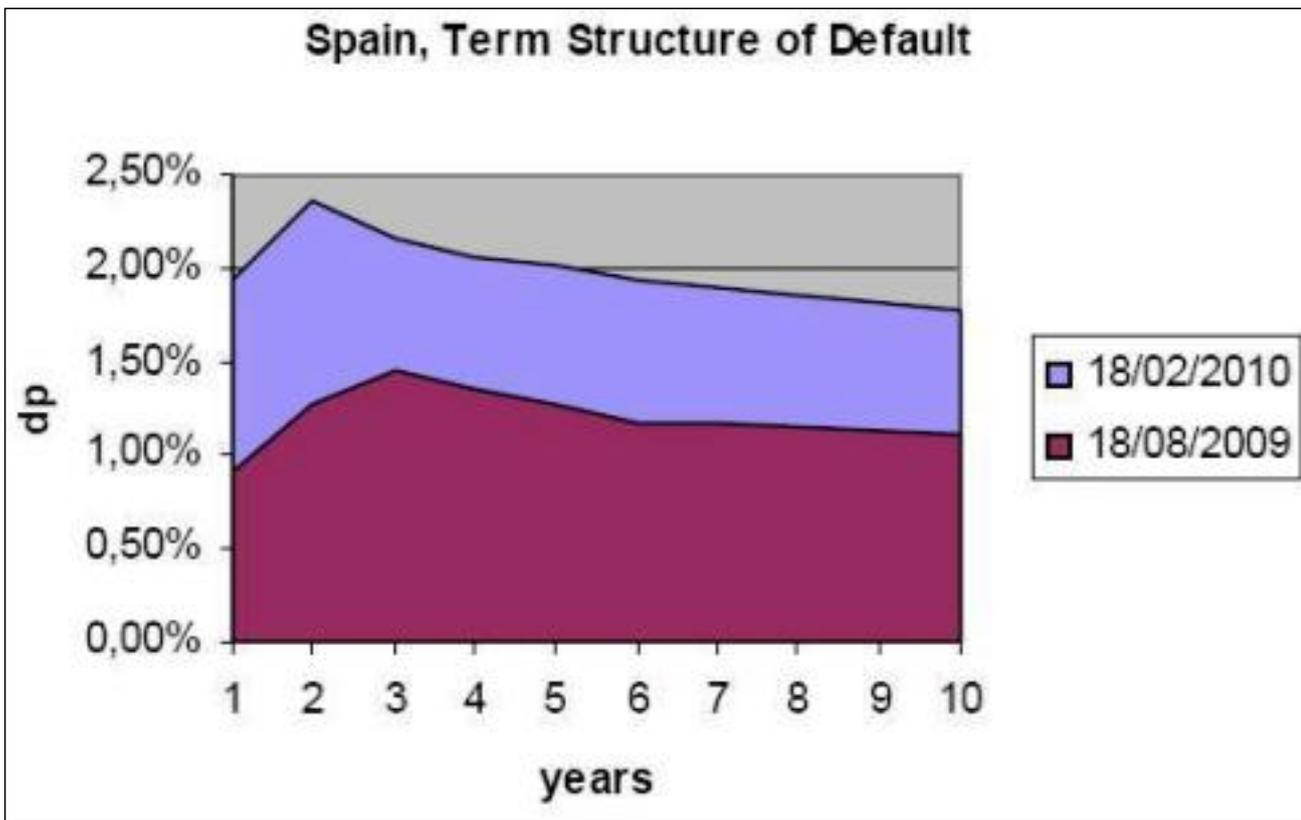


Figura 3



Fonte: elaborazioni su dati Data Stream

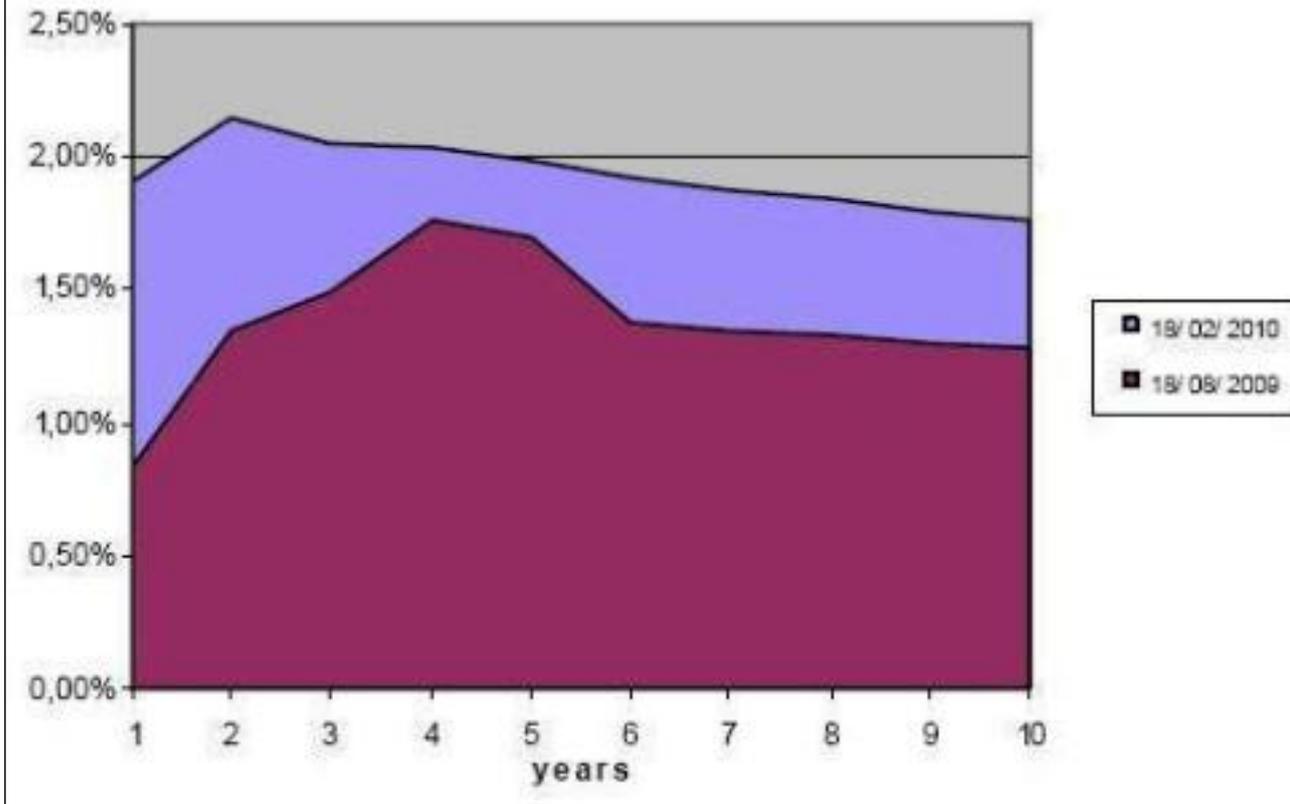
Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Data Stream

Figura 5

Italy, Term Structure of Default



Fonte: elaborazioni su dati Data Stream