



www.lavoce.info

Europa

LA SOLUZIONE RAGIONEVOLE DELL'EMERGENZA GRECA

di [Paolo Manasse](#) 25.05.2010

L'euforia seguita all'annuncio delle misure del pacchetto salva-euro ha avuto vita breve: il giorno dopo, le borse sono ridiscese, gli spread sui titoli dei paesi a rischio aumentati e l'euro ha proseguito la sua caduta. Ha ragione allora chi sostiene che le misure sono inutili o dannose e che era preferibile il default della Grecia? Il piano Europa-Fondo monetario rappresenta una risposta ragionevole in una situazione di emergenza. Se darà gli effetti sperati dipende in larga misura dalle prossime mosse dei più importanti paesi europei, Germania in testa.

“Le distorsioni e le crisi possono migliorare il benessere sociale se costituiscono il solo modo per indurre dei cambiamenti necessari di politica economica, per esempio (...) in caso di conflitto sociale (...) rompendo una situazione di stallo (...) e forzando l'adozione di misure drastiche”.**(1)**

Chissà se queste parole, contenute in un saggio pubblicato con Allan Drazen nel 1993 saranno tornate in mente a Vittorio Grilli, direttore generale del Tesoro, durante le estenuanti trattative che hanno portato il Consiglio Europeo ad approvare il mega-pacchetto “**salva euro**” del 10 maggio. **(2)** Eppure l'euforia seguita all'annuncio delle misure ha avuto vita breve: il giorno dopo, le borse sono ridiscese, gli *spread* sui titoli dei paesi a rischio aumentati e l'euro ha proseguito la sua caduta. Dunque, ha ragione chi sostiene che le misure sono inutili o dannose e che era preferibile il default della Grecia? Consideriamo le principali obiezioni al piano Europa-Fmi.

CRISI DI LIQUIDITÀ O DI SOLVIBILITÀ?

1. *La crisi della Grecia (e del Portogallo) non è una crisi di liquidità, ma di solvibilità quindi ulteriori prestiti sono soldi buttati (“non si risolve il problema del debito con altro debito”).*

In realtà, la distinzione tra crisi di liquidità (mancanza temporanea di fondi) e di solvibilità (il debitore non può ripagare, né ora né mai) è molto discutibile. I creditori non sono disposti a rinnovare i **prestiti in scadenza**, e provocano una crisi di liquidità, proprio perché considerano il debitore non solvibile. Se così non fosse, avrebbero interesse a estendere il credito, permettendo eventualmente al paese di rimborsare il debito. Non solo: in un bel saggio del 1988, Paul Krugman mostra che anche quando è molto *probabile* (ma *non certo*) che il paese debitore non sia solvibile, gli stessi creditori potrebbero aver interesse a effettuare nuovi prestiti, pur se si aspettano di perderci. **(3)** Questo perché, guadagnando tempo, mantengono aperta l'opzione di beneficiare di una (pur improbabile) congiuntura favorevole al paese. Così facendo, potrebbero ridurre le loro perdite rispetto al caso di un default immediato. Ma potrà mai la Grecia rimborsare il debito?

AGGIUSTAMENTO INSOSTENIBILE?

2. *Meglio guardare in faccia la realtà: l'aggiustamento richiesto alla Grecia non è economicamente/politicamente sostenibile e quindi meglio un default con ristrutturazione del debito.* La figura 1 mostra l'andamento del debito pubblico greco (per lo più detenuto all'estero) in diversi scenari. Nel primo (linea blu), non viene effettuata né manovra correttiva, né prestito a condizione agevolate: il debito esplode (supera il 200 per cento del Pil nel 2014). **(4)**

Nel secondo scenario (in rosso) il governo effettua una manovra "lacrime e sangue" riducendo in cinque anni il saldo primario di 11 punti di Pil (manovra simile a quella concordata con il Fmi). Si vede dalla figura che non basta a frenare il debito. Nel terzo scenario, alla manovra si aggiunge un prestito agevolato EU-Fmi che riduce il tasso di interesse reale, cioè al netto dell'inflazione, dall'8,5 al 3,5 per cento. Solo in questo caso, il **debito si stabilizza** al 154 per cento del Pil nel 2016. È realisticamente realizzabile un tale aggiustamento? La seguente tabella 1 (tratta da un recente [lavoro](#) di Daniel Gros) mostra diversi episodi di stabilizzazione nella recente storia europea. Tagli di simile ordine di grandezza e in archi di tempo paragonabili si sono avuti in Danimarca, Grecia Svezia, Italia. Tuttavia, la manovra attuale appare più difficile da realizzare per almeno due motivi: una congiuntura internazionale molto negativa e l'impossibilità di dare fiato alla crescita svalutando.

LASCIAMOLA FALLIRE?

3. *Poiché i costi di default sono bassi (vedi [qui](#)), se la Grecia va in bancarotta nulla di grave.* Il punto, ovviamente, non sono i costi di default per la Grecia, quanto i costi che l'Europa dovrebbe sostenere nel caso il default greco contagiassero Spagna e Italia (oltre a Portogallo e Irlanda). Si tratta di eventi con bassa probabilità, che però avrebbero conseguenze incalcolabili, data la forte integrazione economica e finanziaria dei paesi europei (si veda [qui](#)). I **segnali di contagio** non mancano: dopo la Grecia, negli ultimi giorni anche per il Portogallo i premi sui Cds segnalano che i mercati oramai ritengono molto più probabile si abbia un default entro l'anno, piuttosto che negli anni successivi (si vedano le figure 1 e 2 e, per una spiegazione dettagliata, [qui](#)).

COORDINAMENTO EUROPEO?

4. *È invece necessaria una manovra di risanamento di bilancio coordinata a livello europeo.* Achtung! Se da un lato è opportuno che i paesi a rischio di default mettano in atto politiche di consolidamento fiscale, una **manovra restrittiva** di tagli di spesa e aumenti di entrate coordinata a livello europeo avrebbe effetti molto più recessivi di un'analoga manovra unilaterale, aggravando la situazione dei paesi ad alto debito. Meglio evitare di uccidere la ripresa sul nascere.

In definitiva, il piano Europa-Fondo monetario rappresenta una risposta ragionevole in una situazione di emergenza. Se darà gli effetti sperati dipende in larga misura dalle prossime mosse dei più importanti paesi europei, Germania in testa.

(1) Allan Drazen e Vittorio Grilli , "The Benefit of Crises for Economic Reforms" , The American Economic Review, Vol. 83, No. 3 (Jun., 1993), pp. 598-607

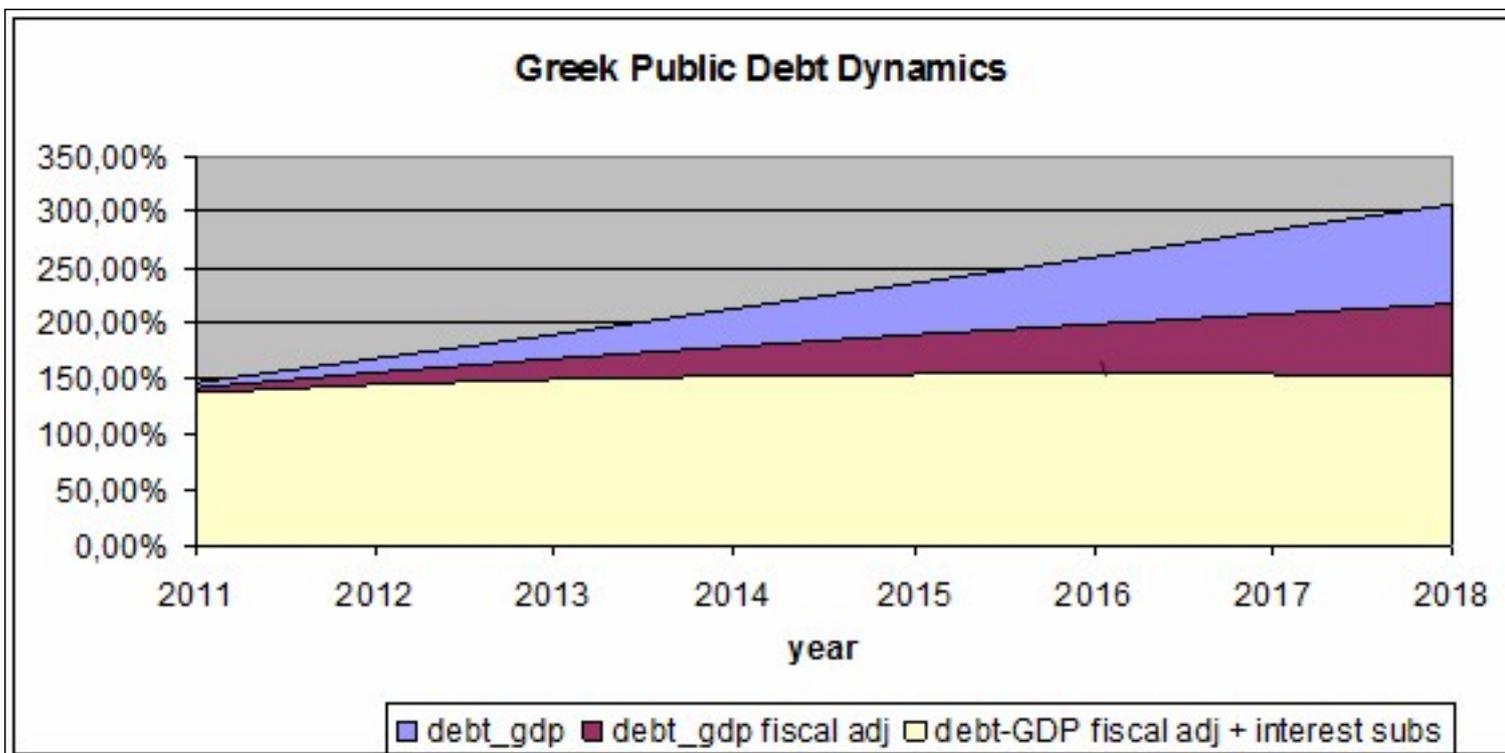
(2) Il pacchetto comprende: 1) un fondo di stabilizzazione, 60 miliardi aggiunti al fondo di finanziamento degli squilibri della bilancia dei pagamenti che già sostiene i programmi co-finanziati dal Fmi in Ungheria, Romania e Latvia; 2) un fondo di dotazione di 440 miliardi per un "veicolo" (Special Purpose Vehicle) che possa concedere prestiti ai paesi membri in difficoltà, a fronte di titoli europei (a questa dotazione si aggiungeranno altri 220 miliardi del Fmi, oltre al prestito congiunto di 110 miliardi alla Grecia); 3) l'impegno, già messo in atto, della Bce per effettuare operazioni di

acquisto sul mercato di titoli di debito sovrano al fine di garantire la stabilità del sistema; 4) le nuove proposte della Commissione per rafforzare la disciplina di bilancio *ex-ante*, e le multe *ex-post*, ancorando gli obiettivi di deficit al livello del debito pubblico.

(3) P. Krugman, 1988, "Financing vs. Forgiving Debt Overhang", *Journal of Development Economics*, 29: 253-26

(4) Nel primo scenario, il disavanzo primario è l'8,5 del Pil, il tasso di interesse reale il 7,5 per cento, la crescita, inizialmente al -2 per cento, è ipotizzata migliorare di mezzo punto percentuale l'anno fino ad arrestarsi al +1,5 per cento nel 2016.

Figura 1



Fonte: calcoli dell'autore

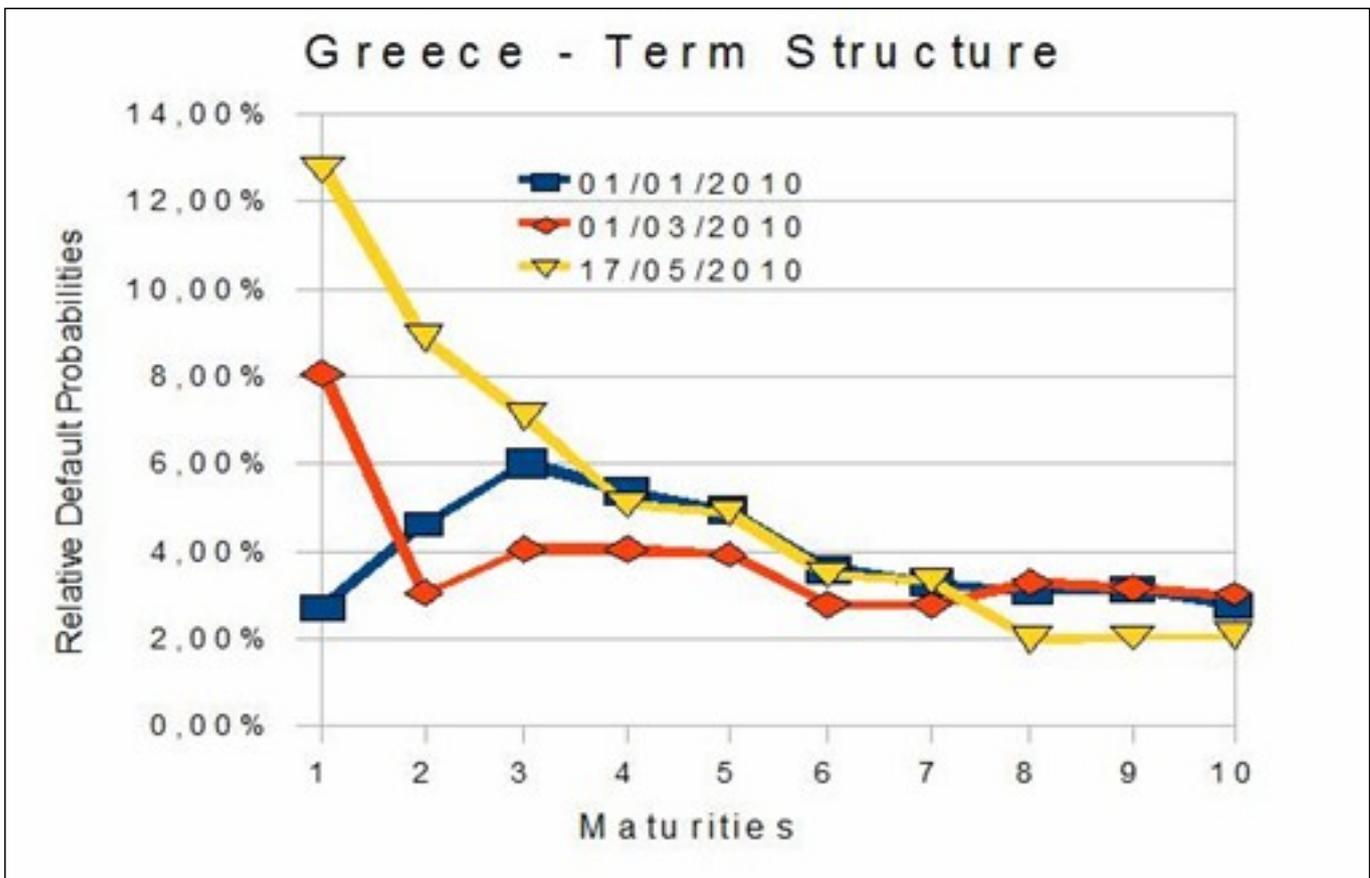
Table 1. Primary balance adjustment

Country	Primary balance, adjustment period	Years	PB, start (% GDP)	Primary balance, PB adjustment (% GDP)	Primary balance, PB adjustment, per year (% GDP)
Denmark	82-86	4	-1.3	10.0	2.5
Greece	89-94	5	-6.0	10.8	2.2
Sweden	93-98	5	-2.5	9.0	1.8
Ireland	85-89	4	-0.9	5.9	1.5
Portugal	86-80	6	-5.8	8.2	1.4
Italy	89-97	8	-3.3	10.4	1.3
UK	93-99	6	-3.6	7.4	1.2
Finland	92-2000	8	0	8.2	1.0
France	93-97	4	-2.4	3.6	0.9
Belgium	81-90	9	-4.3	8.1	0.9
Austria	95-2001	6	-1.5	4.7	0.8
Netherlands	90-2000	10	-0.8	4.5	0.4

Source: European Commission (AMECO) and authors' calculations. Note: Primary balance figures are adjusted for the cyclical component (adjustment based on GDP trend)

Fonte: [Daniel Gros et al.](#)

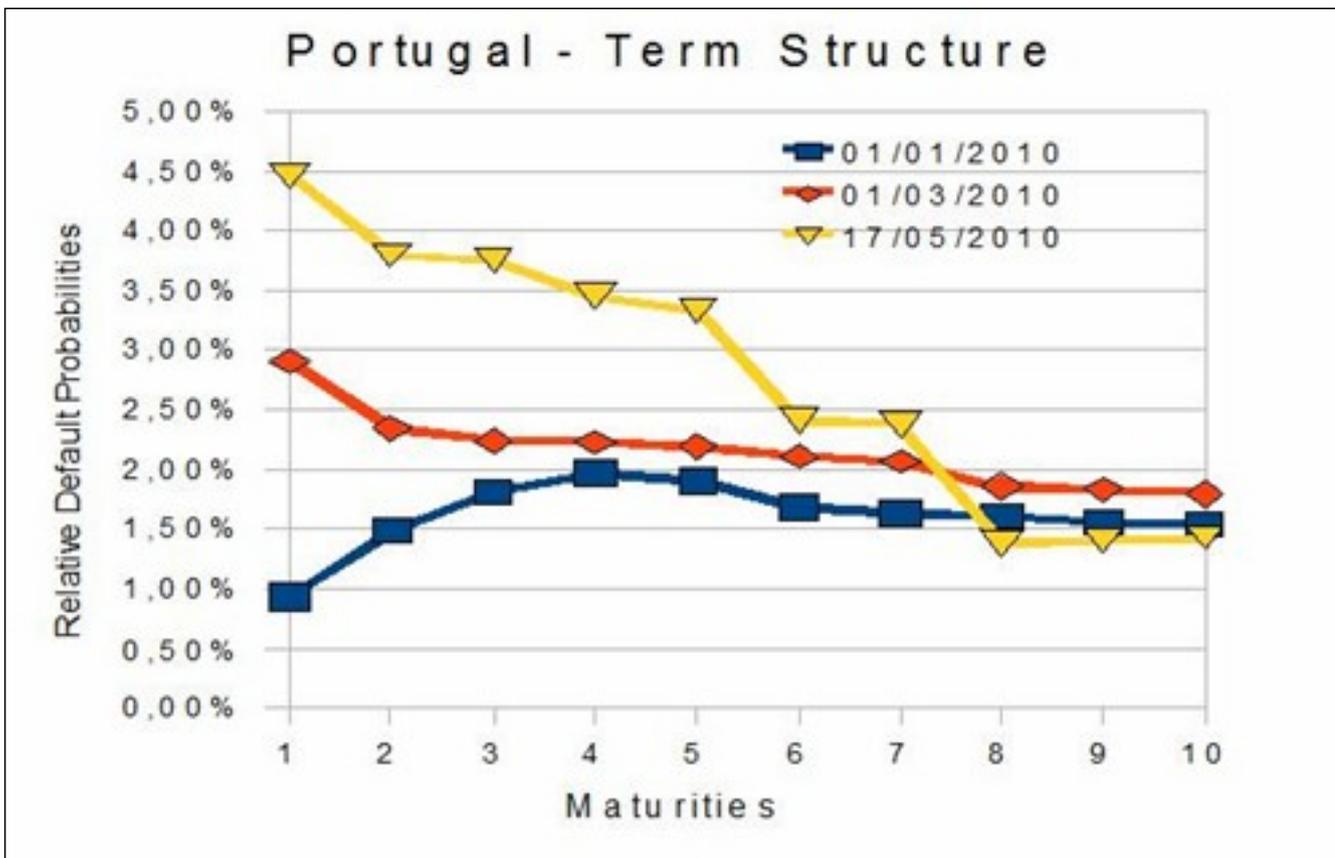
Figura 2: Probabilità (condizionate) di default, Grecia*



* La figura mostra le probabilità di default implicite negli spread dei Cds sul debito sovrano, per diverse maturità, presenti nel mercato a tre date diverse: 1 gennaio (linea blu), 1 marzo (linea rossa), e 17 maggio (gialla). Dal grafico si vede che a maggio la curva delle probabilità si è spostata verso l'alto ed è diventata più ripida, segnalando un maggior rischio relativo entro l'anno.

Fonte: DataStream (elaborazioni di G. Trigilia)

Figura 3: Probabilità (condizionate) di default, Portogallo



* La figura mostra le probabilità di default implicite negli spread dei Cds sul debito sovrano portoghese, per diverse maturità, presenti nel mercato a tre date diverse: 1 gennaio (linea blu), 1 marzo (linea rossa), e 17 maggio (gialla). Dal grafico si vede che da maggio le probabilità di insolvenza sono aumentate e la curva delle probabilità si è spostata verso l'alto ed è diventata più ripida, segnalando un maggior rischio relativo entro l'anno.

Fonte: DataStream (elaborazioni di G. Trigilia)