

L'Italia e il rischio post-greco - O.Giannino - chicago-blog.it - 27-04-10

Sono d'accordo con Ugo Arrigo: il venticello che spira potentemente nel mix politico-mediatico sull'Italia "tedesca e virtuosa" si fonda su elementi largamente esagerati, manifestamente politici più che oggettivi. Contemporaneamente, mi sembra utile approfondire il vero stato dell'arte comparata tra paesi dell'euroarea. Con una convinzione. Se salta Grecia e poi Iberia, noi saremmo i prossimi per le ragioni che dice Arrigo. Per inciso, io penso che un default di chi ha fatto moral hazard inibisca più moral hazard futuro di quanto ne incoraggi invece ogni salvataggio, si parli di una banca o di uno Stato. Penso al contempo che ai tedeschi converrebbe, un euro ristretto all'area franco-renana-olandese più paesi a Est in cui Berlino ha delocalizzato. Eppure, penso che alla fine i tedeschi non perseguiranno tale obiettivo: ma il rischio che la situazione sfugga di mano, prima e dopo il 9 maggio quando si vota in Nord-Renania Westfalia, c'è eccome. E' chiaro per altro che all'Italia l'euro conviene, anche se abbiamo completamente buttato nel water i 7 punti di Pil di minor spesa pubblica per interessi che l'euro ha rappresentato per il nostro Paese: invece di meno tasse, i politici di ambo i colori hanno alzato la spesa corrente. Anche ieri i mercati hanno continuato a scommettere contro la tenuta del duplice accordo intervenuto nell'ultimo mese tra l'Unione europea e il Fondo Monetario Internazionale a sostegno della Grecia. I cds, i credit-default swap che sono strumenti finanziari trattati fuori dai mercati regolamentati con i quali ci si assicura dal rischio insolvenza di emittenti di titoli di debito pubblico o privato, sui titoli pubblici greci in un solo colpo ieri sono saliti in poche ore di un altro 14%, toccando il massimo di 713 punti. Anche se tecnicamente è sbagliato metterla così, è come se per ogni euro di debito pubblico greco in scadenza il mercato consideri che le possibilità di default siano superiori al 70%. La graduatoria dei Paesi più esposti a contagio è presto fatta. I cds sul Portogallo sono saliti a 318 punti. Quelli sull'Irlanda a 200 punti. Quelli sulla Spagna a 184 punti. I cds sull'Italia hanno toccato un massimo di soli 139 punti. Se osserviamo i differenziali sui rendimenti dei titoli pubblici decennali, ecco la conferma. I titoli portoghesi ieri hanno visto un tasso superiore di 220 punti base rispetto a quelli tedeschi, quelli irlandesi di 184 punti. I tassi italiani sul Btp decennale ieri erano più alti dell'equivalente titolo germanico solo di 90 punti. Cerchiamo di capire da cosa dipende la tenuta italiana.

Primo: che cosa unisce i Paesi dell'euro "a rischio"? Il fatto di avere, grazie all'euro comune, una moneta sopravvalutata rispetto al loro doppio deficit, fiscale e di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Grecia e Portogallo hanno bassi tassi di risparmio delle famiglie, e ciò li espone a maggior necessità di afflussi di capitale dall'estero. Spagna e Irlanda hanno propensioni al risparmio più elevate, ma entrambi sono troppo cresciuti a debito, da bolla immobiliare e finanziaria. Per Grecia e Portogallo dunque il problema è la bassa solvibilità. Per Spagna e Irlanda, di bassa liquidità. L'Italia ha tradizionalmente tra le più elevate propensioni al risparmio in area Ocse - le famiglie sono formiche e non cicale - ed è il secondo Paese manifatturiero ed esportatore in area Ue dopo la Germania. In più, abbiamo tenuto basso il deficit pubblico anche nella grande crisi, a livelli "tedeschi". Avendo un tasso di crescita inferiore agli altri Paesi oggi nel ciclone, la politica italiana è stata costretta a un avanzo primario nei conti pubblici, per evitare che il costo del debito, intorno al 4% del Pil, sopravanzasse la crescita dell'1% medio della nostra economia, aggravando il debito. Chi cresceva del 7% l'anno come la Grecia poteva anche tenere un deficit primario di diversi punti di Pil, senza che per questo peggiorasse il debito pubblico, visto che il costo del debito era analogo a quello italiano. Purtroppo, negli ultimi anni la politica dell'avanzo primario italiano è stata prima erosa e poi abbandonata, per la crescita della spesa pubblica corrente puntualmente avvenuta sotto sinistra e destra, più volte documentata da Arrigo.

Secondo: la relazione tra crescita e costo del debito determina i diversi costi nazionali per l'aggiustamento. Gli effetti variano per la consistenza e caratteristiche delle diverse economie reali. Una manovra di aggiustamento chiesta alla Grecia pari al 9% del suo Pil - il deficit pubblico 2010 sarà altrimenti pari a quasi il 14% - può costare alla sua economia reale un effetto deflattivo-recessivo pari fino a un quinto del suo prodotto. Le manovre sin qui annunciate dal governo greco vedono una diminuzione della spesa in deficit di circa 4 punti di Pil, proprio per evitare che il Paese precipiti. L'effetto è pesante, perché la parte pubblica pesa molto sull'economia greca. I 7,5 punti di Pil di minore deficit che servirebbero all'Irlanda, potrebbero comportare una diminuzione del suo prodotto di quasi 9 punti. I 4 punti chiesti alla Spagna, potrebbero significare fino a un meno 8% di prodotto. Queste proiezioni dipendono da che moltiplicatore usate per la spesa pubblica sulle diverse composizioni di output

nazionale, ne trovate un esempio nel recente paper di Cinzia Alcidi e Daniel Gros. Per questo le opinioni pubbliche greche e iberiche protestano, contro la Germania rigorista.

Infine non conta solo il debito pubblico, ma il totale del debito al netto contratto da pubblico e privato sull'estero. E su questo l'Italia sta effettivamente, al di là della propaganda politica, molto meglio. Se si ricalcola su questa base il debito estero sommando i capitali in entrata e uscita dell'ultimo decenni, la Grecia ha un debito estero netto pari al 104% del suo Pil, il Portogallo al 122%, la Spagna scende al 65%. L'Italia lo ha vede del tutto trascurabile, solo l'8% del Pil. Il debito netto estero equivale a più di 5 volte l'intero export nazionale annuale di Atene, quello portoghese a più di 4 volte, quello spagnolo a due volte e mezza. Nel caso italiano, l'export italiano anche nel terribile 2009 supera del 54% il totale del debito netto estero del nostro Paese. Su questa base siamo creditori netti, non debitori.

Ecco perché stiamo meglio degli altri. Anche se è inutile illudersi. Se dall'euro saltassero Grecia prima e Paesi iberici poi, le cose cambierebbero drasticamente e subito anche per noi