

Grecia

Una crisi inevitabile

Le cause della crisi:

- Mancato rispetto delle regole di buona gestione dei conti pubblici che vincolano i paesi della zona euro
- Persistenza del deficit di bilancio anche nei periodi di espansione economica
- Debito pubblico elevato (circa il 100% del PIL)
- Mancanza di riforme strutturali
- Lassismo sul fronte fiscale che pesa sulle risorse dello Stato

Uno studio approfondito della struttura delle finanze pubbliche della Grecia, dal suo ingresso – nel 2001 – nella zona euro, ha dimostrato che lo scenario verificatosi negli ultimi mesi era inevitabile. La mancanza di controllo della spesa pubblica e la persistenza di elevati deficit di bilancio anche nei periodi di espansione economica hanno fatto sì che la Grecia fosse incapace di far fronte ad un rallentamento della crescita, con la riduzione del gettito fiscale che ne è derivata.

Se lo squilibrio è venuto alla luce solo con la crisi finanziaria i motivi sono due: in primo luogo, i governi precedenti hanno occultato la reale situazione delle finanze pubbliche approfittando della crescita economica. E in secondo luogo, entrando da « passeggero clandestino » nella zona euro, la Grecia ha beneficiato delle favorevoli condizioni di finanziamento legate alla moneta unica, di modo che la sua mancanza di controllo del disavanzo pubblico è rimasta nascosta. La recessione del 2009 ha smascherato l'inganno.

All'inizio del 2010, la Grecia si è trovata di fronte a due problemi. Il primo, immediato, riguardava la sua capacità di rifinanziare il debito arrivato a scadenza, mentre i tassi richiesti dal mercato rispecchiavano ormai la reale situazione delle sue finanze pubbliche. Il piano di aiuti dell'Unione Europea e del FMI risolve questo aspetto del problema in quanto permette alla Grecia di non dover ricorrere al mercato per almeno due anni.

Il secondo, più fondamentale, riguarda la necessità di risanare la struttura delle finanze pubbliche greche. Il saldo primario dei conti pubblici (esclusi gli interessi sul debito pubblico) registra un disavanzo pari quasi al 10% del PIL e per riportarlo entro limiti tollerabili sarà necessario un radicale piano di austerità. Ed è in questa direzione che si orientano le misure presentate dal governo greco. Ma anche nell'ipotesi che sia attuato questo piano di risanamento, la Grecia dovrà accollarsi, in più, il costo del debito che arriverà al 150% del PIL.

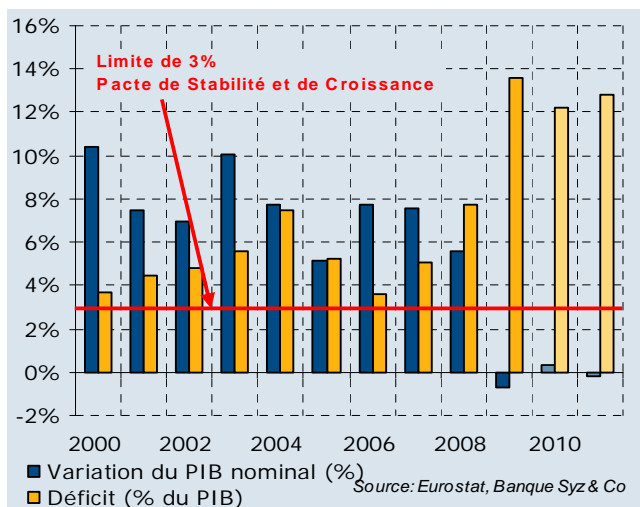
La Grecia non ha quindi altra via di scampo se non quella di procedere a un radicale consolidamento dei suoi conti pubblici. L'ipotesi di default e di uscita dalla zona euro è una "finta buona idea" poiché comporterebbe l'obbligo di riassorbire il debito in tempi ancora più stretti, con l'aggravante che la Grecia sarebbe privata dei finanziamenti esterni. Senza contare il rischio d'inflazione a doppia cifra e l'aumento dei tassi d'interesse a livelli ancora più alti di quelli attuali ...

Pubblicazione del team *Ricerche & Analisi*
Banque SYZ & CO SA
Tel. +41 (0)22 819 09 09
info@syzbank.ch

Autore:
Adrien Pichoud

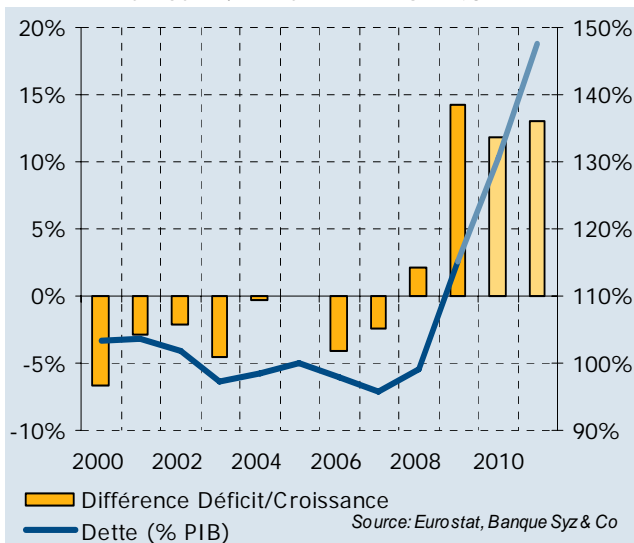
Anche se gli espedienti contabili messi in atto da una banca d'investimento americana hanno permesso di nascondere momentaneamente la realtà, dando l'illusione che fosse rispettato il tetto per il deficit pubblico del 3% del PIL imposto dal Patto di stabilità e di crescita, in realtà, dal suo ingresso nella zona euro nel 2001, la Grecia non ha mai rispettato questo limite né tanto meno quello del 60% del PIL, per il debito pubblico.

VARIAZIONE DEL PIL NOMINALE E DEL DEFICIT IN % DEL PIL



Per un certo periodo, la forte crescita nominale ha permesso di coprire l'eccessivo disavanzo... Questa situazione ha potuto continuare fino a quando la crescita annua del PIL nominale è stata superiore a quella del deficit pubblico, vale a dire finché la crescita dell'economia ha coperto per lo meno l'aumento del valore del debito. E così che fino al 2007 il debito, misurato in percentuale del PIL, è rimasto stabile o addirittura è calato.

DIFFERENZA CRESCITA/DEFICIT E DEBITO IN % DEL PIL

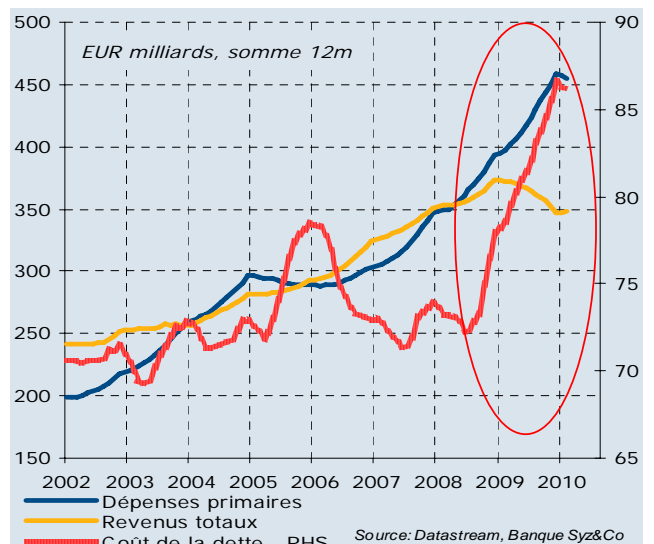


Ma il circolo vizioso del sovraindebitamento si è innescato non appena la crescita non ha più coperto il deficit.

Con la crisi finanziaria e la recessione che ne è derivata, nel 2008 la crescita nominale del PIL greco è rallentata, e nel 2009 è diventata negativa (-0.7%), facendo esplodere una situazione diventata assolutamente insostenibile.

Infatti, durante il periodo, il disavanzo misurato in euro correnti è ulteriormente aumentato in seguito ai maggiori costi (+8% nel 2009) derivanti dalla crescente disoccupazione, dall'introduzione di politiche anticicliche e dai piani di salvataggio del sistema finanziario. Contemporaneamente, il rallentamento economico ha determinato un calo delle entrate (-6%), con la riduzione della base imponibile. Il disavanzo è fortemente aumentato mentre il PIL nominale è diminuito leggermente innescando un effetto a forbice del rapporto deficit/Pil, salito al 13.6% contro il 7.7% nel 2008.

SPESE PUBBLICHE AL NETTO DELLE SPESE PER INTERESSI, ENTRATE E COSTO DEL DEBITO



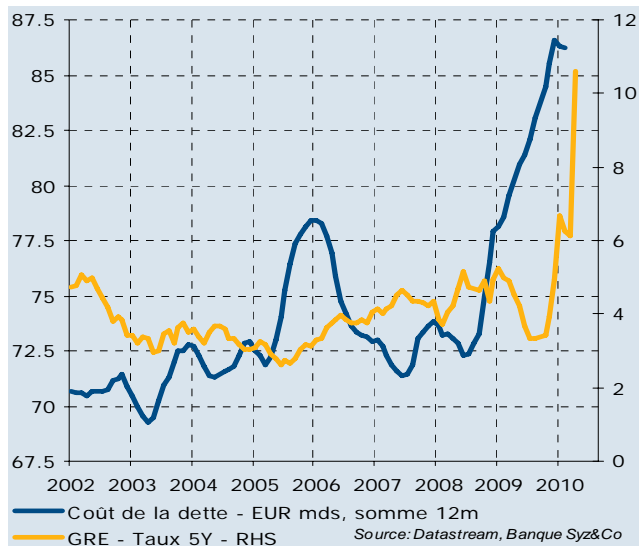
Il calo delle entrate ha causato il deterioramento del saldo primario all'origine dello scoppio della crisi.

E' allora che l'ingranaggio del sovraindebitamento si è innescato: la spesa aggiuntiva per il pagamento degli interessi accresce il deficit di bilancio e alimenta la crescita dei tassi di interesse, finché la situazione è diventata insostenibile.

L'impennata dei tassi d'interesse sui titoli del governo greco, balzati a livelli che non si vedevano dal 1998, riflette il deterioramento della situazione. I tassi a dieci anni hanno sfiorato il 10%, il che equivale a uno spread di quasi 700 pb rispetto al bund decennale tedesco, un record dalla creazione della zona euro. Per le scadenze più ravvicinate, le tensioni sui tassi sono state ancora più forti per via del timore di default che pesa sul debito greco: i

titoli con scadenza a due anni hanno brevemente sfiorato il 16%...

COSTO DEL DEBITO E ANDAMENTO DEI TASSI D'INTERESSE DEI TITOLI GOVERNATIVI GRECI A 5 ANNI



L'aumento della spesa per il servizio del debito indebolisce la posizione finanziaria dell'emittente, provocando l'aumento dei tassi...

La crisi greca illustra chiaramente la specificità della problematica legata all'indebitamento degli stati sovrani, che peraltro può essere estesa al problema in generale. Finché i creditori hanno fiducia nella capacità di rimborsare un prestito, l'entità dell'indebitamento non è necessariamente un

ostacolo, come dimostra il caso del Giappone e degli Stati Uniti, due paesi gravati da un debito pubblico rispettivamente del 200% e del 90% del PIL. Il livello dei tassi di interesse, per i Governi di questi due paesi, è ancora molto basso (in media rispettivamente 1,35% e 3,24% nel 2009 per i prestiti a 10 anni). Ma per gli Stati Uniti, o anche il Giappone, la probabilità di default è ritenuta estremamente bassa, date le dimensioni di queste economie e la domanda strutturale per i loro titoli di stato (nel caso degli Stati Uniti a causa dello status di moneta di riferimento del dollaro e del Giappone a causa di una forte domanda interna alimentata da un elevato tasso di risparmio e dal quadro deflazionistico dell'economia).

Per la Grecia, finché i dati ufficiali davano l'impressione che le finanze pubbliche fossero più o meno in linea con i criteri della zona euro e la crescita economica permetteva di mascherare la realtà, gli investitori hanno seguito lo stesso ragionamento giudicando la probabilità di default dello stato greco pressoché equivalente a quella di altri paesi dell'Unione Monetaria (ovvero molto bassa), a dispetto del debito che sfiorava il 100% del PIL. Lo dimostrano i premi relativamente bassi richiesti sui tassi greci rispetto a quelli sul bund tedesco, termine di confronto per i paesi dell'Unione Monetaria. Quando è stato chiaro che alla Grecia non si poteva attribuire la stessa affidabilità degli altri paesi della zona euro, la fiducia si è dissolta e gli investitori hanno valutato il reale stato delle finanze greche, scatenando la crisi attuale ...