

La situazione del debito pubblico nei Paesi periferici

Durante i primi dieci anni di vita dell'Eurozona il basso costo del denaro ha causato squilibri crescenti all'interno dell'unione monetaria, Paesi come Grecia, Spagna, Portogallo, Irlanda e, anche, Italia, dopo l'introduzione dell'euro si sono trovate a beneficiare di un costo del denaro eccezionalmente basso (e senza limiti) che ha comportato, sia nel pubblico che nel privato, un improvvisa accelerazione dei prestiti, con conseguente peggioramento del deficit, arrivato a toccare, a metà del 2008 circa il 7% del PIL nazionale per i Paesi periferici. Alcune nazioni, come Spagna e Irlanda hanno visto esplodere il debito privato, altre come l'Italia quello pubblico, mentre Grecia e Portogallo non hanno fatto distinzioni, né nel pubblico né nel privato. (chart. 1)

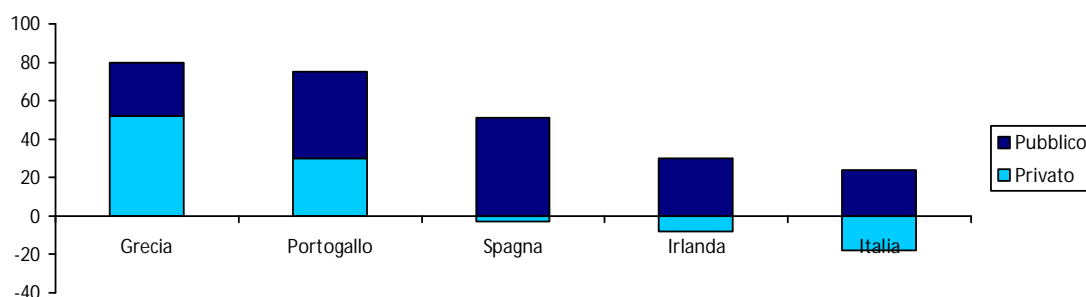


Chart 1: Debito netto cumulato in % del PIL nel periodo 1999 – 2007. Fonte Eurostar, DB Global Market Research

Mentre questi Paesi, oltre a indebitarsi sempre di più, andavano a perdere competitività sui mercati internazionali altri, come la Germania (e solo in parte la Francia) che non si sono trovate a fare i conti con saggi di sconto più favorevoli rispetto alla condizione "pre euro" hanno approfittato di questa situazione per intraprendere una decisa azione di taglio dei costi pubblici e degli sprechi. Il risultato è stato che, alla vigilia della crisi del credito nel 2008, il surplus della Germania, pari a circa l'8% del prodotto interno lordo in valore assoluto, era praticamente uguale a quello (in negativo) dei molto meno virtuosi Paesi periferici. Come risultato l'Unione Monetaria aveva un bilancio complessivo in equilibrio verso l'esterno ma pericolosamente in disordine al suo interno. Le autorità monetarie europee, solo qualche anno fa non ritenevano questa una situazione di cui preoccuparsi, e facevano riferimento alla medesima condizione degli Stati Uniti, senza considerare però che parliamo di realtà molto differenti, dove le grandi industrie e le istituzioni finanziarie sono profondamente radicate e diffuse nel territorio continentale e, inoltre, il Paese nordamericano ha un governo centrale in grado di intervenire e porre delle condizioni (come durante la crisi delle Casse di Risparmio del Texas negli anni '80 in cui le autorità commissariarono le banche troppo indebitate e le ristrutturarono per impedire un contagio ben più pericoloso), l'Europa non può fare molto, se non intervenire sulla politica monetaria. Decisamente troppo poco.

Durante il periodo "edonista" del denaro facile... e del rischio percepito quasi nullo, gli investitori sceglievano volentieri il debito pubblico di quei Paesi che offrivano rendimenti sensibilmente più alti ma, la crisi finanziaria del 2008, ha improvvisamente prosciugato questi flussi costringendo la Banca Centrale Europea, attraverso le banche europee, ad intervenire. Il sistema bancario – finanziato dall'istituto di Francoforte - si è quindi sostituito ai privati per mantenere in piedi il sistema ma, nel frattempo, nessuna autorità centrale ha potuto imporre ai governi sovrani di cambiare il corso degli eventi e porre misure in grado di correggere gli squilibri. Si è quindi intervenuti sui sintomi, non sulla causa della malattia.

All'inizio della crisi i bond dei Paesi in difficoltà venivano acquistati dalle banche nazionali degli stessi Paesi (chart 2)

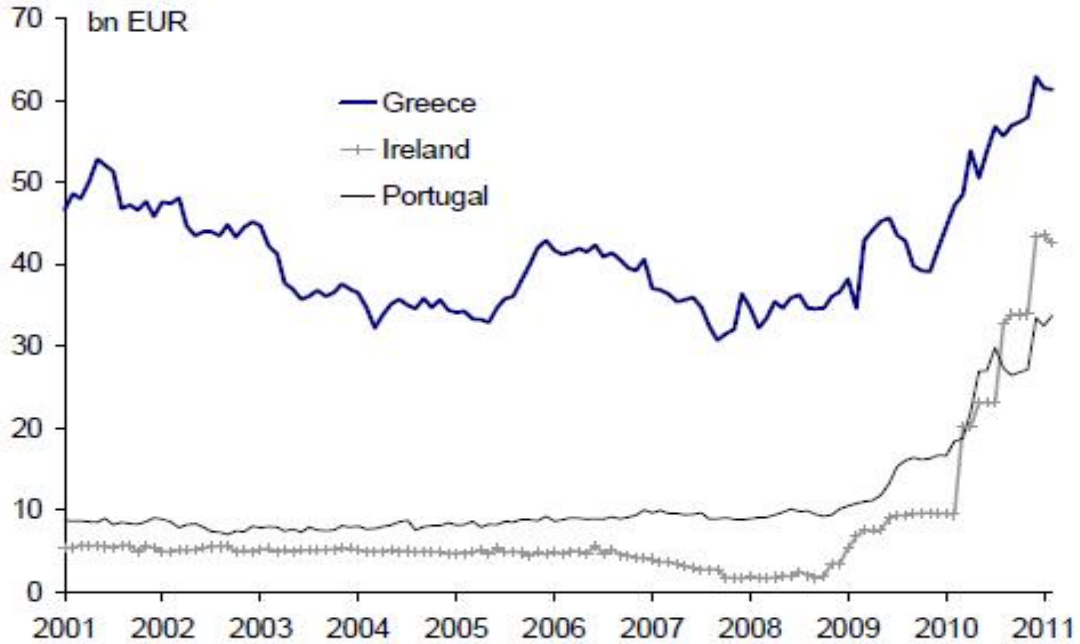


Chart 2: Il portafoglio di titoli del debito pubblico di Grecia, Portogallo e Irlanda in carico al sistema bancario degli stessi Paesi – miliardi di euro.
(fonte BCE, DB Global Market Research)

ma, successivamente – a maggio del 2010, in piena emergenza - la BCE è intervenuta direttamente, cominciando ad acquistare questi titoli sul mercato secondario, da questo momento il portafoglio di debito critico in “pancia” alla Banca Centrale Europea è cresciuto rapidamente (chart 3)



Chart 3: Il portafoglio di titoli del debito pubblico di Grecia, Portogallo e Irlanda in carico alla BCE – miliardi di euro
(fonte BCE, DB Global Market Research)

Il coinvolgimento della BCE trova due semplici ragioni: la prima è che i mercati a maggio del 2010 stavano reagendo in maniera irrazionale ed eravamo alle soglie di una gravissima crisi di liquidità, la seconda è che non c'era nessuna altra arma a disposizione dei banchieri centrali per fornire un intervento di emergenza ed evitare una nuova crisi sistemica.

Quanto può continuare questa "terapia di sostentamento"? Difficile a dirsi, alcuni ministri delle finanze degli Stati UE, saltuariamente, anche per ragioni politiche, minacciano di non essere più disposti ad accettare bond "zoppicanti" come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento e questo ci fa riflettere sul fatto che potrebbe non essere sbagliato pensare ad una ristrutturazione (magari soft, diluita nel tempo) di un Paese insolvente. Andando oltre pensiamo anche alla necessità di implementare un sistema di "settlement" europeo sulla scorta di quanto già esistente (e funzionante) negli Stati Uniti; significherebbe obbligare le banche centrali degli Stati membri a compensare – ogni anno - gli squilibri interni tra debito e credito, ovvero ad esercitare pressioni sulle banche commerciali affinché siano in grado di finanziarsi dai privati e a condizioni di mercato.

Per il momento però i tempi non sembrano ancora maturi per un approccio di questo tipo e non prevediamo cambiamenti almeno sino al 2013, ma più passa il tempo e più difficilmente la cura avrà successo, soprattutto se continuerà a concentrarsi sui sintomi e non sulla malattia.

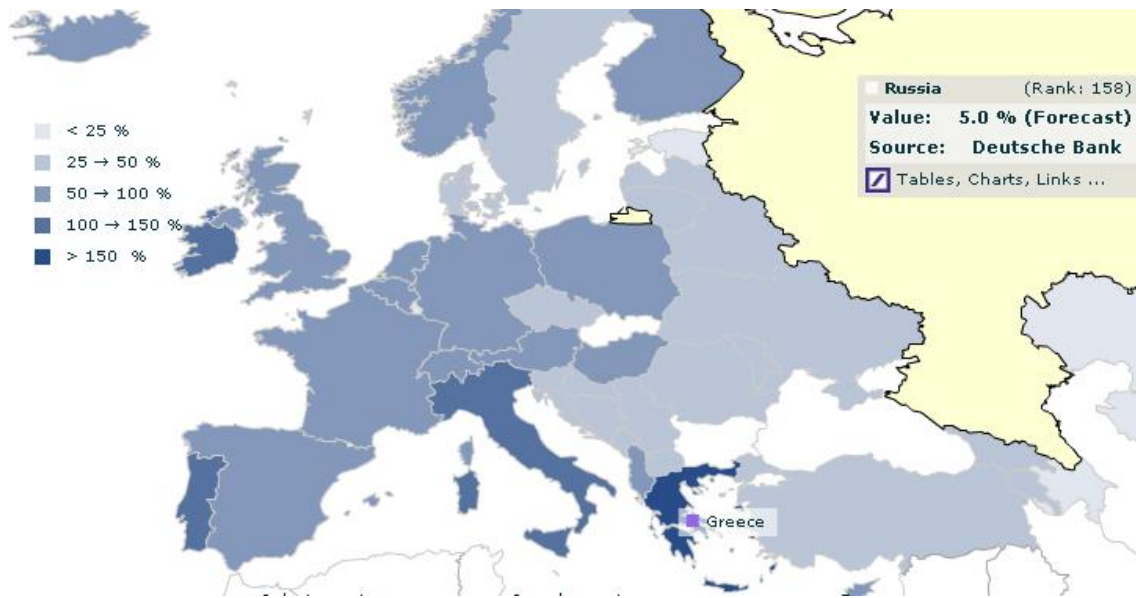
Una tragedia greca o un lieto fine?

Il governo greco, nonostante l'ampia maggioranza in Parlamento è in grave difficoltà nel far passare le decisioni più impopolari, un rimpasto dei ministri, attualmente in atto, sembra l'ultima mossa prima di una crisi politica (voto domenica prossima) che culminerebbe con le dimissioni del premier Papandreu e con la creazione di un governo di unità nazionale. In un modo o nell'altro la Grecia dominerà lo scenario economico nelle prossime settimane...

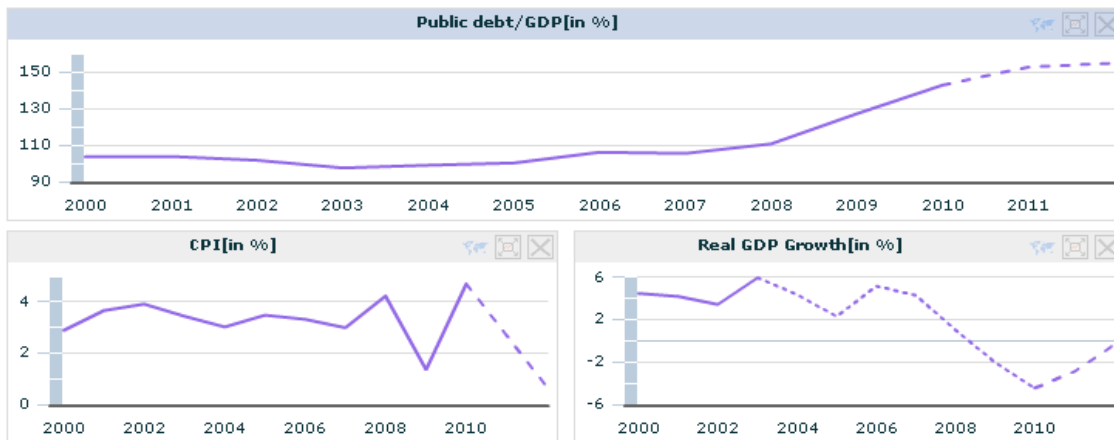
La giornata di ieri è stata particolarmente pesante per i Paesi periferici sia lato CDS (Grecia a 1784, Irlanda a 815 e Portogallo a 800) sia lato bond (il 3 anni greco è arrivato a 28.4%, l'irlandese a 13.6% e il portoghese a 13.8%). In questo contesto si sono indeboliti anche Spagna e Italia ma decisamente in maniera più che ragionevole.

Nella giornalista di mercoledì, come riporta il Financial Times di oggi, ci sono state frenetiche consultazioni tra Bruxelles e Atene per riuscire ad avere certezze sulla possibilità che le misure di austerità possano comunque venire approvate; la mancanza di queste garanzie sembrerebbe bloccare la decisione dei ministri finanziari europei di erogare un'ulteriore tranche di aiuti finanziari, il Fondo Monetario Internazionale, inoltre, aveva sempre sostenuto di essere pronto ad intervenire solo dopo che l'Unione Europea si fosse accordata sull'entità e la modalità degli aiuti, nella notte, tuttavia, il consiglio direttivo del FMI sembra aver ammorbidito la sua posizione e potrebbe essere disposto a erogare i suoi aiuti finanziari a prescindere dalle decisioni dell'Europa (probabilmente anche sulla scorta delle dichiarazioni provenienti dalla Cina che si dice ben disposta ad investire nel debito sovrano europeo), questo consentirebbe un allentamento della tensione e più tempo (almeno sino al prossimo 24 giugno, giorno di riunione dell'Ecofin) per trovare un accordo tra le diverse posizioni al momento presenti. L'opinione comune è che si troverà un accordo, probabilmente all'ultimo secondo utile... e non si parlerà di ristrutturazioni del debito almeno sino al 2012, o addirittura al 2013, questo però significa anche che la situazione di volatilità potrà continuare ad accompagnarci sino ad allora.

La situazione del debito pubblico (vs il PIL) in Europa:



La situazione della Grecia:



L'evoluzione dei CDS a 5 anni del Paese ellenico:

