

Quanto ci costerebbe la Grexit?

La flebile crescita italiana alla prova della crisi greca

Carmelo Pierpaolo Parello

Il prossimo 5 luglio i greci saranno chiamati alle urne per esprimersi, attraverso un referendum, se sono contro o a favore le condizioni di rimborso imposte al Governo Tsipras dal pool di creditori della Grecia. Al di là delle motivazioni economiche che hanno indotto il Premier Tsipras ad attivare una simile procedura di democrazia diretta, esistono pochi dubbi sul fatto che il referendum del 5 luglio assumerà il sapore di un vero e proprio pronunciamento politico a favore o contro quest'idea di Europa e di moneta unica.

L'indizione del referendum è stato infatti il risultato dell'ennesima settimana di tensioni tra Atene e Bruxelles circa le modalità di pagamento della maxi rata di 1,6 miliardi di euro al Fondo monetario; tensioni che la scorsa settimana sono sfociate nella negazione dei 6 giorni di proroga chiesti dalla Grecia e dalla minaccia, da parte dell'Europa, di chiudere il canale di finanziamento privilegiato – noto con l'acronimo di ELA (*Emergency Liquidity Assistance*) – con cui BCE ha finora fatto fronte alle continue richieste di liquidità proveniente dall'asfittico settore bancario greco.

L'incertezza dell'esito del referendum e lo stallo che potrebbe seguire all'eventuale vittoria del no rischiano di generare un effetto domino tra i paesi cd periferici dell'eurozona e far deragliare la debole ripresa economica europea. La crescita economica europea è infatti in una fase di lenta ripresa e le recenti immissioni di liquidità da parte della BCE stanno a fatica provando a ricreare un clima di fiducia intorno all'economia del Vecchio Continente. Trainata dal ciclo economico internazionale, l'Italia sta provando, attraverso una rigida politica di contenimento e rientro dei principali saldi di finanza pubblica e attraverso una piano di riforme radicali a favore della crescita, a fare la sua parte e ad uscire dal pantano della più lunga recessione dell'era repubblicana.

Se si prova a mettere insieme il quadro previsionale delle prime quattro economie dell'eurozona – Francia, Germania, Italia e Spagna – e dei tre paesi leader a livello mondiale - Gran Bretagna, Giappone e Stati Uniti (cfr. tab. 1) –, è facile rendersi conto di come l'Italia stia lentamente ritornando lungo il pigro cammino di crescita esistente prima della crisi, mentre gli altri paesi (ad eccezione del Giappone) sembrano essersi già ricollocati su sentieri di sviluppo di livello più elevati. Per i prossimi tre anni la crescita italiana non è mai prevista superare, come media delle stime dei maggiori previsori (FMI, OCSE, Istat e Confindustria), l'1,5% annuo, mentre per l'anno in corso le stime sono comprese in una forchetta che va dallo 0,5% di Standard and Poor's allo 0,8% di Confindustria.

Le prospettive di crescita per l'Italia, quindi, sembrano essere quelle di sempre e non sembrano destinate a chiudere il gap di benessere che si era venuto a creare prima ancora che della crisi finanziaria cambiasse l'economia mondiale.

Ma se l'*affaire* Grecia dovesse andar male, quali potrebbero essere le ripercussioni di un eventuale default del debito greco? Come spesso accade in caso di default di uno stato sovrano, il danno per i paesi creditori è di difficile quantificazione. Tuttavia, diversamente da quanto avvenuto a cavallo tra il 2010 e il 2011,

questa volta per l'Italia il peso maggiore della crisi greca dovrebbe ricadere sul settore pubblico e coinvolgere in maniera molto più diretta l'intero circuito di banche centrali dell'area euro.

Tabella 1: crescita economica a confronto. Per l'Italia la tabella riporta la media delle stime di crescita più aggiornate rilasciate dal FMI, OCSE, Commissione Europea, Istat e Confindustria; Per gli Paesi, le cifre si riferiscono alla media delle stime di crescita rilasciate da FMI, OCSE e Commissione Europea.

	2014	2015	2016	2017
Eurozona	0.9	1.5	1.7	1.6
<i>di cui:</i>				
- Francia	0.4	1.1	1.6	1.7
- Germania	1.6	1.6	2.0	1.5
- Italia	-0.4	0.7	1.4	1.4
- Spagna	1.4	2.7	2.4	1.8
Gran Bretagna	2.8	2.5	2.3	2.2
Giappone	-0.1	0.9	1.3	0.4
Stati Uniti	2.4	2.6	2.9	2.7

Innanzitutto, va detto che l'Italia, in quanto Stato sovrano e nella veste del suo Governo, è esposta nei confronti di Atene per circa 10 miliardi di euro (*Greek Loan Facility – GLF*). A tanto ammonta infatti il contributo bilaterale italiano al secondo salvataggio della Grecia effettuato al tempo del Governo Monti. Se Atene dovesse fallire e procedere ad un *haircut* del debito, una parte cospicua di questo credito diventerà inesigibile con il risultato che il nostro debito pubblico si alzerà per un importo pari al valore dell'*haircut*. Attualmente, infatti, il debito pubblico italiano viene calcolato al netto dei cd "sostegni" – il cui valore complessivo è di 60,3 miliardi di euro. In termini di Pil, un *haircut* del 100% del prestito bilaterale ad Atene farebbe aumentare il livello del debito al "netto dei sostegni" di quasi un punto percentuale, peggiorando la situazione debitoria dell'Italia in termini di Patto di Stabilità e Crescita (PSC)

In base alla lettera del regolamento 1177/2011, infatti, gli aiuti bilaterali e multilaterali tra gli Stati membri nell'ambito della salvaguardia della stabilità finanziaria dell'eurozona sono esclusi dal calcolo del debito. Ecco perché tutti i documenti di programmazione economica dei paesi del blocco-euro riportano sia il debito al lordo degli aiuti, che quello al netto. Lo stralcio del credito verso Atene ci impedirebbe di decurtare tale somma dal debito lordo e peggiorerebbe la nostra posizione debitoria nei confronti del PSC. In questo senso, quindi, non si capisce il motivo per cui il Ministro Padoan escluda la possibilità che un eventuale *defalut* greco possa incidere in maniera diretta sullo stock del debito pubblico italiano (cfr. ["Crisi non aumenta il debito, esposizione dell'Italia è 36 miliardi"](#))

Accanto a questo effetto diretto va però aggiunta tutta una serie di effetti indiretti dovuti al peggioramento degli spread sui titoli di stato italiani ed un inasprimento delle condizioni del credito del settore bancario.

In caso di fallimento della Grecia, di ristrutturazione ed *haircut* del debito e/o (peggio ancora) di uscita dall'euro, i mercati reagirebbero invertendo il clima di fiducia sull'intera economia europea e ricominciando una nuova stagione di attacchi speculativi ai paesi considerati meno solidi del blocco-euro. Tuttavia, diversamente dalle passate "edizioni" della crisi greca, la presenza dello scudo monetario offerto dalla BCE attraverso il *Quantitative Easing* potrebbe arginare l'ondata speculativa sul debito sovrano dei paesi

periferici ed impedire che le maree della speculazione possano avere gli stessi effetti devastanti visti nel 2011.

Ma anche se di poco, un aumento degli spread e dei rendimenti sui titoli di stato scombuscolerebbe comunque i piani del Governo, i quali, è bene ricordarlo, fanno molto affidamento su una stabilizzazione degli spread e su una permanente discesa della spesa per interessi. Se tale previsione venisse sconfessata dai fatti, allora la cancellazione delle clausole di salvaguardia non potrebbe più basarsi sul mix di minori interessi e taglio della spesa previsto dal DEF di aprile, e finirebbe per richiedere un nuovo aumento, magari meno asfissiante di quello previsto dalle clausole, delle entrate fiscali.

Infine, la possibilità che l'esacerbarsi della crisi possa condurre ad un nuovo *credit crunch* europeo dipende da quanta parte del debito in mano alle banche sarà considerato inesigibile e da come questa nuova crisi inciderà sui già precari equilibri di bilancio di molti istituti di credito europei. Occorre quindi fare una prima distinzione tra quanta parte del *default* ricadrà sul sistema bancario privato e quanta parte su quello pubblico.

In base alle ultime esternazioni del presidente dell'Abi, Antonio Patuelli, l'esposizione delle banche commerciali italiane e dei gruppi assicurativi nei confronti della Grecia si limiterebbe a solo 1 miliardo di euro. Poca cosa se si pensa che a gennaio l'esposizione complessiva delle banche tedesche era di circa 24 miliardi. In caso di ristrutturazione del debito, quindi, la cancellazione di una parte dell'attivo non dovrebbe assumere le connotazioni di una vera e propria mazzata per i dissestati bilanci delle società finanziarie italiane, rendendo l'ipotesi *credit crunch* dovuto alla necessità di assestamento dello stato patrimoniale delle banche poco probabile se queste cifre saranno confermate.

Il discorso cambia se invece si passa ad affrontare l'esposizione complessiva dei governi nazionali e del sistema delle banche centrali. Se si sommano gli aiuti provenienti dal *Security Market Program* lanciato dalla BCE e dal primo programma di salvataggio dell'Efsf, la Grecia ha finora ottenuto 155 miliardi di euro di prestiti, di cui la quota in capo all'Italia e al suo Governo si aggira intorno ai 30 miliardi. A questa cifra va aggiunta anche l'esposizione della Banca d'Italia, la quale, attraverso il circuito delle Banche Centrali Europee, partecipa al programma Ela per una quota pari 11 miliardi, cui però vanno aggiunti la quota parte ad essa spettante dei 34 miliardi di euro del programma di liquidità standard goduto dalle banche elleniche prima dell'introduzione dell'Ela.

In caso di default, dunque, l'esposizione dell'intero settore pubblico italiano dovrebbe aggirarsi intorno ai 55 miliardi, collocando il Nostro Paese al terzo posto tra i creditori europei dopo Germania e Francia. Un bella cifra che tuttavia rischierebbe di allargarsi nel caso in cui il fallimento del sistema bancario ellenico inducesse la Banca Centrale Greca a ripianare le eventuali perdite che risultassero non coperte dalle garanzie depositate presso la BCE. Se tale scenario dovesse dipanarsi e la Banca di Grecia non disponesse di tali risorse, allora quest'ulteriore insolvenza potrebbe addirittura intaccare il bilancio stesso della BCE e richiedere una copertura extra da parte di tutte le banche centrali nazionali, tra cui la Banca d'Italia che attualmente detiene la terza quota di partecipazione al patrimonio della BCE (per la precisione il 12,3%).

In conclusione, anche se le recenti esternazioni del Governo italiano tendono a far passare il messaggio che un'escalation della crisi sarà un qualcosa di indolore per l'Italia, la realtà appare ben diversa: senza la Grecia nell'euro e/o con una nuova proposta di pesante taglio del debito ellenico, tutti i governi dell'eurozona si ritroveranno a dover chiedere denari ai propri contribuenti e ad imporre una nuova stagione di austerità che soffocherebbe, stavolta definitivamente, la fioca ripresa europea. Per l'Italia in un tale scenario la prospettiva sarebbe quella di dover coprire un buco di risorse che nella migliore delle ipotesi si aggirerebbe

in una cinquantina di miliardi; buco che potrebbe anche allargarsi fino ad inglobare il 12,3% degli 89 miliardi di liquidità del programma ELA già trasferiti al settore bancario greco. Insomma, cifre importanti che potrebbero far saltare l'intera programmazione di bilancio dell'ultimo DEF e far ripiombare l'Italia nel pantano della recessione da cui era faticosamente uscita.