



www.lavoce.info

[Europa](#) / [Conti Pubblici](#)

PIIGS, PORCI CON LE ALI

di [Paolo Manasse](#) 10.02.2010

Se per Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna valessero gli stessi criteri usati per giudicare la vulnerabilità dei paesi emergenti, sarebbero tutti indicati a rischio default. Per fortuna, i mercati sembrano applicare ai paesi europei criteri di tolleranza del tutto diversi. Verosimilmente per l'appartenenza all'euro, l'accesso ai mercati finanziari e a linee di credito intergovernative, per le banche centrali nazionali all'interno dell'euro-sistema e l'assenza di recenti episodi di insolvenza. Ma fino a quando riusciranno a volare gli euro-porcelli?



Quanto è alto il **rischio d'insolvenza** per Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna, i paesi più indebitati dell'euro, noti con il dispregiativo acronimo di "maiali", Piigs, che invece io chiamerò Gipsi? **(1)**

I timori dei mercati finanziari si riflettono sui differenziali d'interesse pagati sul debito di questi stati rispetto ai titoli a tedeschi (aumentati fino a 350 punti base per Grecia, e oltre i 150 punti per

Irlanda), sui premi per assicurarsi contro l'insolvenza di questi stati, i famosi *spread* dei Cds, sull'euro, indebolitosi rispetto al dollaro di oltre il 9 per cento rispetto a dicembre, e sui mercati azionari, dove sono prese di mira soprattutto banche esposte nei confronti dei governi. Sono fondati questi timori?

CRISI DEL 1992

L'esperienza europea del recente passato non ci aiuta molto: nella crisi europea più vicina, quella valutaria del 1992, gli attacchi speculativi contro le **valute "deboli"** portarono all'uscita di lira, sterlina, peseta e corona svedese dal meccanismo di parità fisse. Ma fu proprio grazie alla svalutazione che questi paesi riuscirono a sollevarsi dalla recessione. Oggi l'euro rende questa strada impercorribile: il debito degli stati è denominato in euro, e dunque il ritorno a una moneta nazionale, svalutata, porterebbe diritto all'insolvenza.

DEFAULT NEI PAESI EMERGENTI E GIPSI

Più interessante è il confronto con le crisi d'insolvenza dei paesi emergenti. Semplificando, possiamo classificare le crisi in tre diverse tipologie: **crisi di solvibilità** (segnalate da un elevato rapporto tra debito estero e Pil, e da un elevato rapporto tra debito pubblico verso l'estero ed entrate fiscali); **crisi di liquidità**, dovute alla concentrazione dei rimborsi nel breve termine (e segnalate da un elevato rapporto tra necessità di finanziamento a breve, debito a breve e partite correnti, rispetto alle riserve ufficiali); **crisi "macro-tasso di cambio"**, anticipate dalla forte caduta della crescita in presenza di un cambio sopravvalutato in termini reali.

La tabella 1 mostra gli indicatori di vulnerabilità per i Gipsi nel 2009. Gli squilibri sono macroscopici. Il caso dell'**Irlanda** è il più grave, perché somma tutti e tre i problemi, solvibilità, liquidità e recessione con cambio sopravvalutato. Il debito estero irlandese è pari a nove volte (!) il Pil, quello pubblico (sull'estero) è oltre il doppio delle entrate, le riserve della Banca d'Irlanda coprono solo un 460mo (!) del debito a breve, il cambio reale si è apprezzato del 13 per cento dal 2005 e il Pil è crollato del 7,5 per cento nel 2009. Il caso dell'**Italia** è quello meno grave. Si noti che gli squilibri fiscali, certamente un fattore di rischio per tutti i paesi, sono dovuti in larga misura alla recessione. Ad esempio, la **Spagna** nel 2007 aveva un surplus di bilancio, pari circa all'2 per cento del Pil, mentre nel 2009 si ritrova con un deficit balzato al 12 per cento.

Insomma, se (e sottolineo il se) valessero per i Gipsi gli stessi criteri che si usano per giudicare la vulnerabilità dei paesi emergenti, andrebbero tutti classificati a rischio di default (probabilità di crisi nel 2010 pari al 47 per cento). **(2)**

Per fortuna, i mercati sembrano applicare ai paesi europei **criteri di tolleranza** del tutto diversi. L'appartenenza all'euro, l'accesso ai mercati finanziari, alle linee di credito intergovernative, l'appartenenza delle banche centrali nazionali all'euro-sistema, l'assenza di recenti episodi di default, sono verosimilmente tra i fattori che più spiegano queste differenze. Rimane il dubbio: **fino a quando** riusciranno a volare gli euro-porcelli?

Tabella 1: Indicatori di vulnerabilità

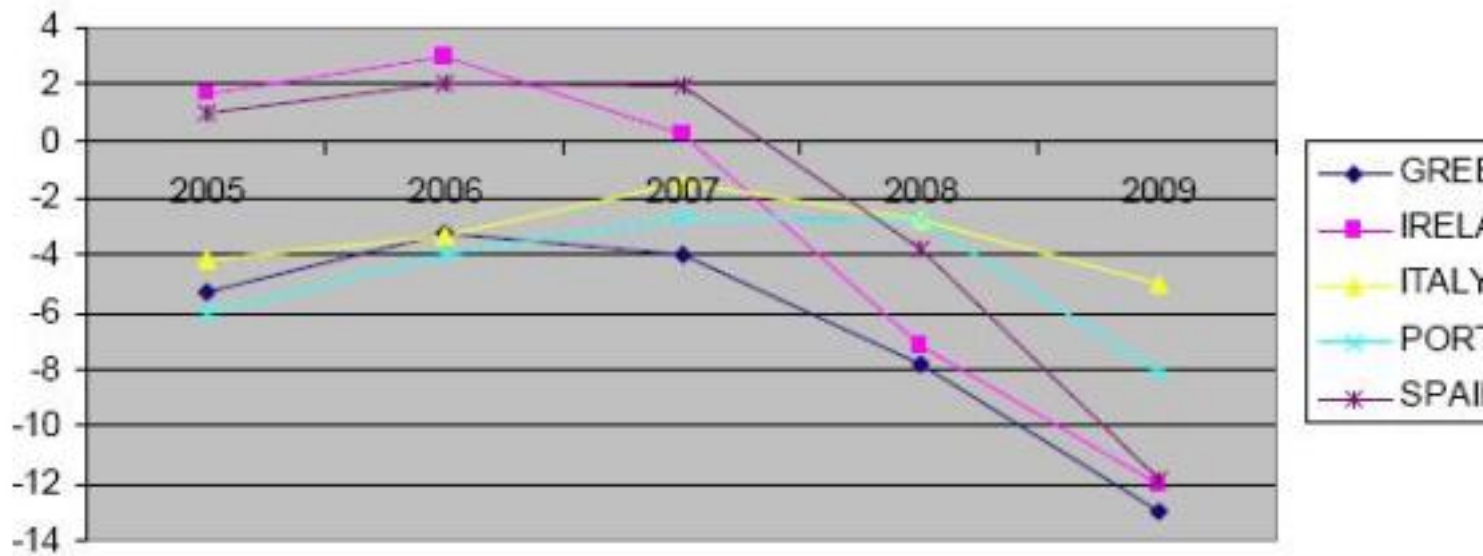
	Greece	Ireland	Portugal	Spain
TOTAL EXTERNAL DEBT¹/GDP	1.75	9.28	2.33	1.57
SHORT TERM EXTERNAL DEBT/RESERVES	37.99	460.97	12.24	26.71
EXTERNAL FINANCIAL REQUIREMENTS/RESERVES	44.07	462.80	13.59	29.79
PUBLIC EXTERNAL DEBT/REVENUES²	3.60	2.55	1.86	0.94
REAL EFFECTIVE EXCHANGE RATE	105.63	113.84	103.70	106.87
based on real CPI (2005=100)				
GDP GROWTH (%)	-0.75	-7.50	-3.00	-3.77
CPI INFLATION(%)	1.13	-1.58	-0.58	-0.29
PUBLIC DEBT/GDP²(%)	106,78	62,3	81,2	56,2
CURRENT ACCOUNT BALANCE /GDP(%)	-10	-2	-10	-6
BUDGET BALANCE/GDP (%)	-13	-12	-8,1	-11,8

1) Fonte: [IMF Joint external debt hub](#), IMF ([Data template on international reserves and foreign currency liquidity](#)), IMF ([World economic outlook database](#)).

2) Fonte: EIU

Elaborazioni di Barbara Masi, Università Bocconi

Figure 1: Budget Balance/GDP



(1) Nella sigla originale, Pigs indicava i paesi del Mediterraneo: Portogallo, Italia, Grecia e Spagna. Si veda <http://it.wikipedia.org/wiki/PIGS>. Poi, per nostra fortuna, ci è subentrata l'Irlanda, ma oggi si trova spesso l'acronimo Piigs.

(2) Questo numero si ottiene applicandole "regole del pollice" descritte nel modello P. Manasse e N. Roubini, "Rule of Thumb for Sovereign Debt Crises", Journal of International Economics, (2009), Si veda in particolare la figura 1.