

Crisi Grecia: Nuove Previsioni del Fmi e Dilemmi della Troika

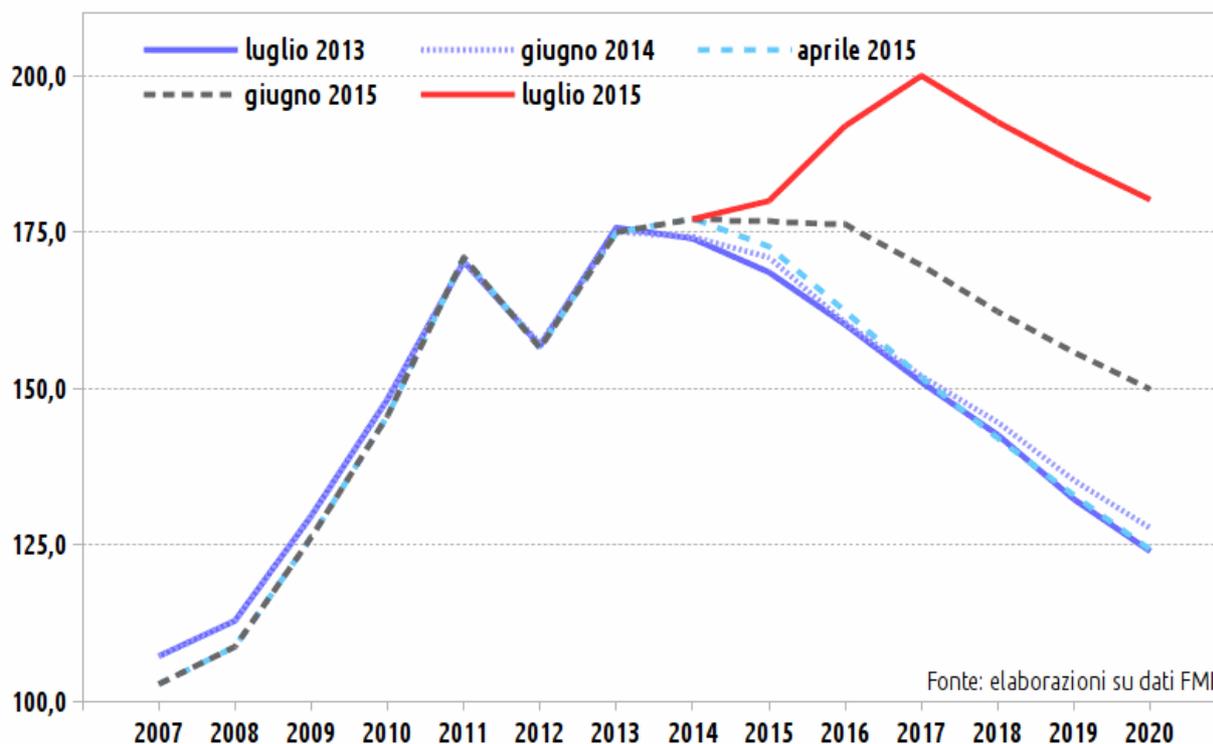
di Amedeo Panci

Nel giro di un paio di mesi il Fondo monetario internazionale ha ripetutamente rettificato le proprie previsioni economiche e finanziarie sulla Grecia. Da ultimo con un *memorandum* pubblicato un paio di settimane fa, nel quale prospetta un mutamento radicale del quadro economico e di finanza pubblica, con implicazioni cruciali sull'andamento e la sostenibilità debito pubblico.

Secondo un precedente quadro previsionale, reso noto a giugno scorso, il debito pubblico greco avrebbe registrato un picco di quasi 177 punti di Pil nel 2015, per poi cominciare a ridursi e arrivare a poco meno del 150 per cento del Pil nel 2020. Secondo l'ultimo aggiornamento, invece, il debito continuerà ancora a crescere fino al 2017, toccando il 200 per cento, e negli anni successivi si ridurrà molto più lentamente. Tanto che nel 2020 sarà ancora pari a 180 punti di Pil. È come se la situazione fosse letteralmente precipitata nel giro di due mesi o poco più. Infatti, tutte le previsioni formulate dal Fondo negli anni scorsi (es. vedi *4th review* e *5th review*), rimaste praticamente inalterate fino alla primavera di quest'anno, riportavano il picco debito pubblico a circa il 175 per cento del Pil nel 2013-2014, punto più punto meno. Dopo di che il debito avrebbe registrato una rapida discesa fino a poco più del 120 per cento nel 2020 (fig. 1). Insomma, prospettavano una situazione difficile, ma tutto sommato ancora "gestibile" senza immaginare un nuovo *default*. Alla luce del memorandum di luglio questo scenario è ormai completamente da escludere.

Con un debito così elevato lo Stato greco non potrà tornare a finanziarsi sul mercato. Per lo meno non potrà mai farlo ai tassi da *top rating* concessi dall'ESM e dal Fondo nei *bailout* degli ultimi tre anni. Potrebbe farlo solo a tassi proibitivi. Tassi che spingerebbero rapidamente i conti pubblici verso l'avvitamento finanziario e il *default*. Sulla base di questo nuovo quadro previsionale, nelle ultime settimane il Fondo ha avanzato la proposta di tagliare ulteriormente il debito della Grecia. Pare sia l'unica strada per renderlo nuovamente sostenibile. Questa posizione, però, come noto, ha messo il Fondo in aperto contrasto con la Germania e altri paesi del nord Europa, che non intendono accettare tale soluzione.

Fig.1 - Rapporto debito pubblico/PIL della Grecia: confronto previsioni del FMI da giugno 2013 a luglio 2015



Da punto di vista tecnico le ragioni del FMI sono pienamente condivisibili. In sostanza è la presa d'atto (tardiva) di una realtà palese a tutti da un bel po'. A stupire, semmai, è che il Fondo abbia deciso solo ora di incorporare nelle proprie previsioni dati ed elementi che erano chiari ed acquisiti già da parecchio tempo.

Gli obiettivi della politica di bilancio previsti dagli accordi di *bailout* con la *Troika* erano chiaramente troppo ambiziosi. Alla luce dei risultati conseguiti fino a oggi appaiono del tutto irrealistici.

Gli incassi realizzati con le privatizzazioni in Grecia sono stati sempre inferiori a quelli del programma iniziale. Ma solo ora il Fondo ha deciso di abbattere le previsioni di incasso sul periodo di previsione 2015-2024. Nelle vecchie previsioni, fino alla scorsa primavera, si parlava di un incasso complessivo cumulato di circa 12 miliardi di Euro. Nell'ultimo *memorandum* l'incasso totale previsto per lo stesso arco di tempo si è ridotto a poco più di 2,1 miliardi di Euro. Perché solo ora il Fondo ha preso ufficialmente atto di questa evidenza? Il fatto che la Grecia abbia formalmente bloccato il programma di privatizzazioni solo dopo la vittoria di Syriza alle elezioni di Gennaio non mi pare una giustificazione che regge. Dal punto di vista strettamente tecnico, gli esperti del FMI avrebbero dovuto rettificare molto prima le previsioni sugli incassi, invece di limitarsi a rimodularne il profilo rimandandoli più avanti nel tempo. Era chiarissimo che non si trattava di un semplice ritardo nell'attuazione del programma. Il programma in realtà si era inceppato, era chiaro che non avrebbe mai funzionato come doveva.

Un ragionamento simile si può fare sulle altre poste di entrata, sulle spese primarie e sui saldi del bilancio pubblico. Le precedenti previsioni del Fondo, rimaste sostanzialmente inalterate fino al primo trimestre 2015, parlavano di un avanzo primario di 1,5 punti di Pil nel 2014, 3 punti di Pil nel 2015 e oltre il 4 per cento “a regime” negli anni successivi. In realtà, a consuntivo, l'avanzo primario del 2014 ha mancato l'obiettivo. È risultato pari a zero. Così, nell'ultimo *memorandum*, questi *target* sono stati rettificati in peggio. Il saldo primario “a regime” ora è stato posto pari al 3,5 per cento del Pil. Ma nonostante ciò, si tratta ancora di un *target* ambizioso. Non tiene ben conto dell'impatto negativo che le nuove misure di austerità avranno sull'andamento dell'economia. Con ogni probabilità, l'andamento delle entrate pubbliche, e quindi l'avanzo primario, nei prossimi due o tre anni saranno peggiori.

Al di là degli andamenti di breve periodo, a minare le *chance* di crescita nel medio lungo periodo, e quindi la sostenibilità del debito, sono i problemi strutturali dell'economia greca.

Una crescita nel medio lungo periodo di quasi il 2 per cento all'anno -pure questa sistematicamente confermata in tutte le previsioni sull'economia greca pubblicate dal Fondo negli ultimi anni- era chiaramente irrealistica. Ma anche l'ultima previsione aggiornata, che parla di un 1,5 per cento, rischia di essere ottimistica. Sarà difficile per l'economia greca centrare questo *target*. Anche nell'ipotesi, tutt'altro che pacifica, in cui il programma di riforme strutturali dovesse compiersi nei modi e nei tempi previsti dagli accordi sottoscritti con la *Troika* senza subire altri ritardi.

Per rendersene conto è sufficiente dare un'occhiata all'andamento storico del tasso di occupazione, della produttività totale dei fattori (TFP) e del Pil potenziale in Grecia rispetto alla media europea e a quella di paesi considerati *best performer*. Un tasso di crescita pari o superiore all'1,5 per cento medio all'anno è veramente il meglio che ci si può aspettare dall'economia della Grecia, viste le sue *performance* storiche in termini di tasso di occupazione, TFP e PIL potenziale (vedi fig. 2 e fig. 3 per il periodo 1985-2015). Ipotizzare tassi di crescita superiori sarebbe irrealistico. Lo è oggi così come lo era anche negli anni scorsi. Anche in considerazione che l'impatto positivo delle riforme strutturali sull'economia è tutto da vedere e da dimostrare.

Fig. 2a - Crescita del PIL potenziale e della produttività totale dei fattori, Europa e USA, medie annue 1985-2015

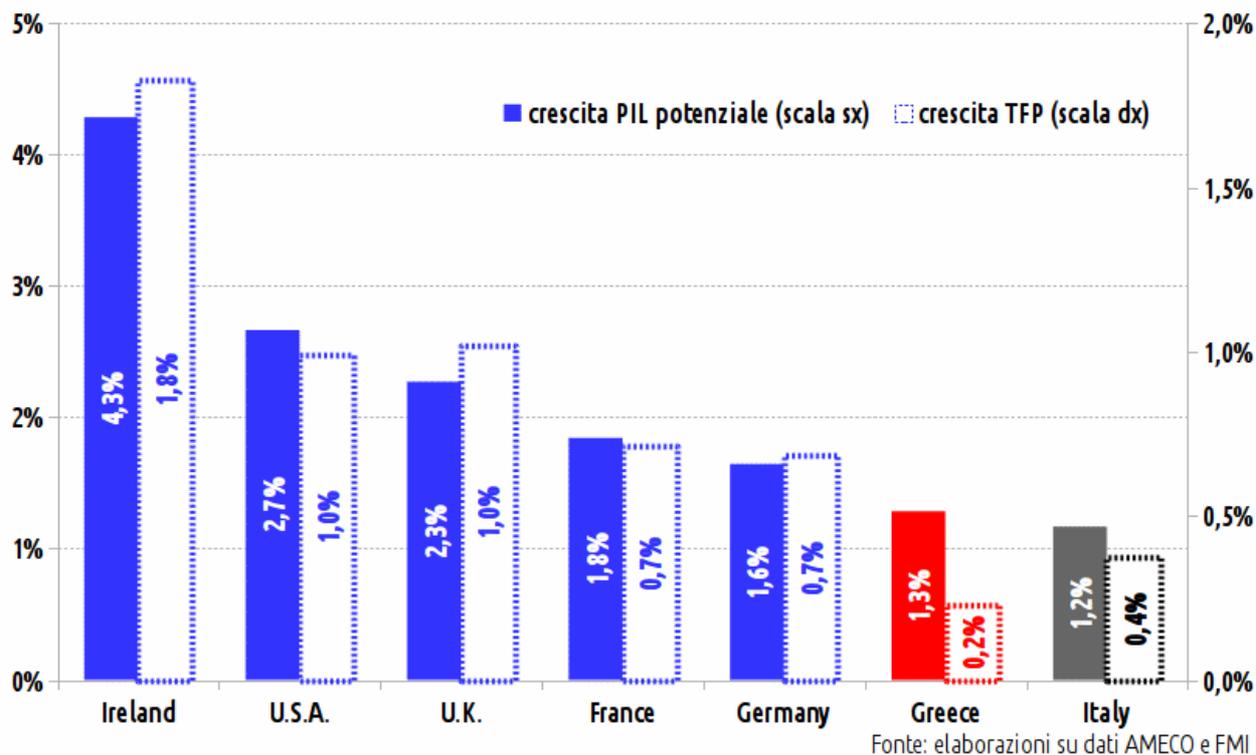
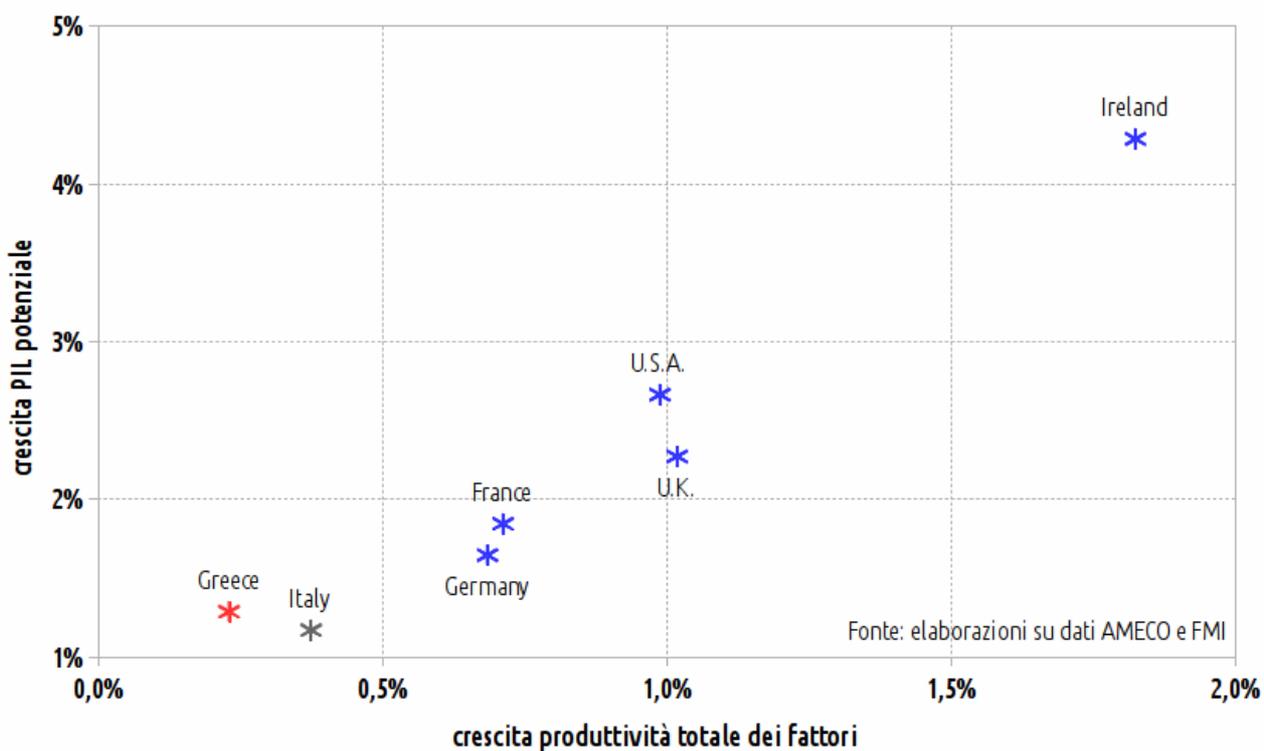
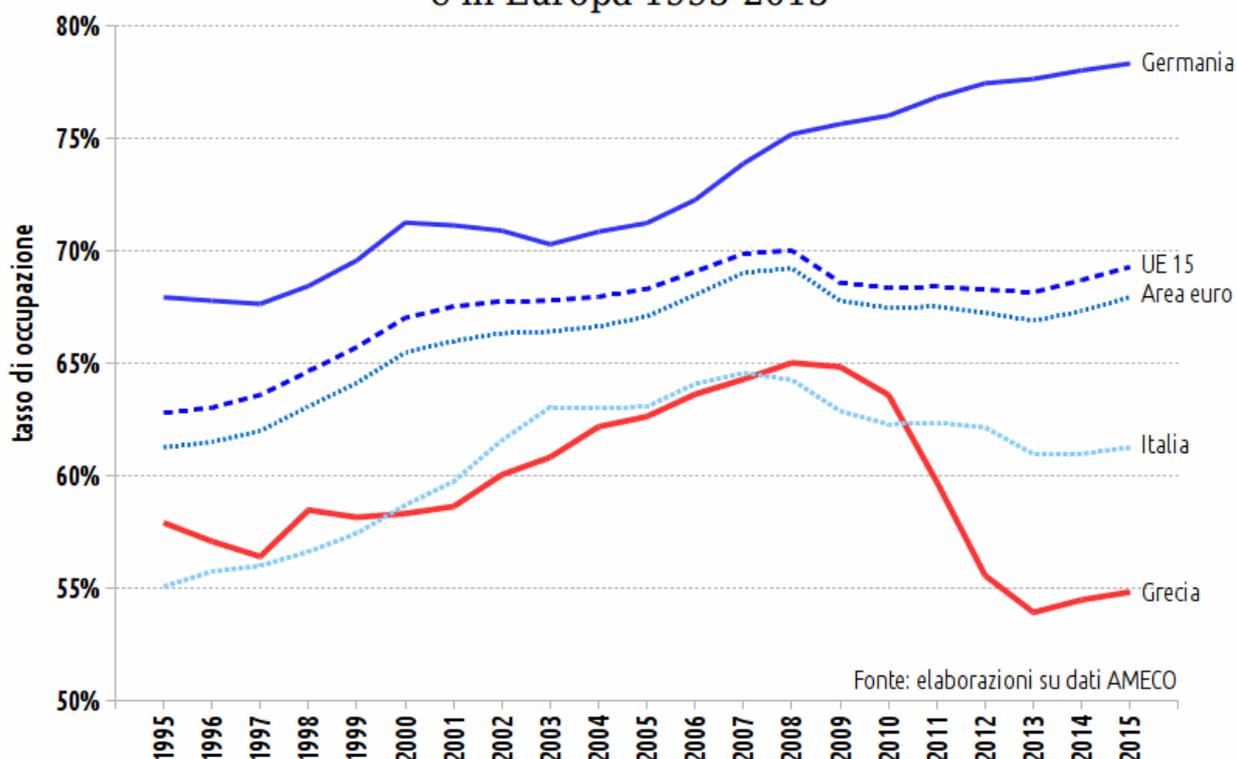


Fig. 2b - Crescita del Pil potenziale e della produttività totale dei fattori, Europa e USA, medie annue 1985-2015



Per l'economia e i conti pubblici della Grecia è difficile immaginare uno scenario migliore di quello prospettato dagli esperti del Fondo nell'ultimo *memorandum*. E forse è anche ottimistico sotto certi aspetti. Per scongiurarlo, nei prossimi anni la Grecia dovrebbe sperimentare *performance* comparabili a quella della Germania per quanto riguarda il tasso di occupazione, o dell'Irlanda per quanto riguarda la crescita della TFP. Insomma, il debito pubblico della Grecia è insostenibile e un nuovo taglio è una condizione imprescindibile se si vuole tentare di rimettere le cose a posto evitando il default.

Fig. 3 - Andamento del tasso di occupazione in Grecia e in Europa 1995-2015



Le ragioni di questo cambiamento di prospettiva da parte del FMI, quasi improvviso e radicale, evidentemente esulano dagli aspetti tecnici delle previsioni. E le dimissioni di O. Blanchard, avvenute proprio in concomitanza con questa drastica revisione del quadro previsionale, probabilmente non sono una semplice coincidenza.

Perché il Fondo solo ora spinge per un taglio del debito della Grecia, a poche settimane dalla chiusura dell'accordo con l'Euro-Gruppo per un nuovo *bailout*? La spiegazione forse è che non si poteva mettere troppa carne al fuoco nel corso di una trattativa molto difficile e sempre sul punto di fallire. Scongiurare la *Grexit* era la vera priorità per il Fondo, forse ancora più che per l'Euro-Gruppo e per la Germania. Infatti i tedeschi avevano proposto l'uscita di Atene dall'Eurozona, anche se solo per cinque

anni. Così, il Fondo ha preferito rinviare la questione del taglio del debito per motivi opportunità strategica.

Le ragioni per cui il Fondo vuole scongiurare il *default* e l'uscita della Grecia dall'Euro sono anzitutto di tipo geopolitico. Riguardano la posizione geografica strategica della Grecia e l'interesse degli Stati Uniti a mantenere il Paese nell'orbita NATO, evitando che cada nell'area di influenza della Russia di Putin. È assai probabile, infatti, che in caso di *default* e di *Grexit* avverrebbe proprio questo. In secondo luogo, la posizione assunta dal Fondo mette giustamente in evidenza che se non si risolve alla radice la crisi greca, e non si mette fine all'incertezza che grava sul Paese, sempre in procinto di fare *default* e per questo sempre in affanno a causa delle politiche di austerità, gli investimenti e i consumi non ripartiranno mai e il Paese non potrà tornare a crescere.

La visione del FMI, in questo senso, si scontra con quella dell'Euro-Gruppo e in particolare della Germania, la quale vorrebbe evitare qualsiasi forma di concessione ad Atene. Ciò per difendere la credibilità dell'impostazione esclusivamente rigorista che i tedeschi, in particolare, hanno imposto fino a oggi all'Unione Monetaria.

Fare concessioni ad Atene potrebbe significare esporsi a richieste simili da parte di altri PIIGS. E questo minerebbe le basi dell'attuale configurazione della moneta unica. È probabile che nei prossimi mesi il confronto in seno alla *Troika* riguarderà la possibile soluzione di questo dilemma e con essa anche il futuro della Grecia.

Amedeo Panci | Reforming.it

Reforming
www.reforming.it
e-mail: info@reforming.it
twitter: reformingit

