

Corso di Politica Economica

Università degli Studi di Napoli Federico II
Dipartimento di Economia, Management, Istituzioni

Corso di laurea magistrale in Economia Aziendale (A.A. 2022/2023)

Lezione tematica n. 2

Dalla grande recessione alla crisi degli spread

Docente: Walter Paternesi Meloni



Che cos'è una crisi

- L'espressione **crisi** in economia è usata comunemente in diversi contesti, ma per semplicità la usiamo come sinonimo di **recessione**
- Una recessione è una diminuzione del PIL (non un rallentamento del tasso di crescita, ma proprio una 'caduta' del PIL, ossia un 'segno meno' alla voce crescita)

Va anche detto che una crisi economica compiuta prevede altre situazioni problematiche oltre la recessione (l'aumento della disoccupazione, la distruzione di capitale, etc.)

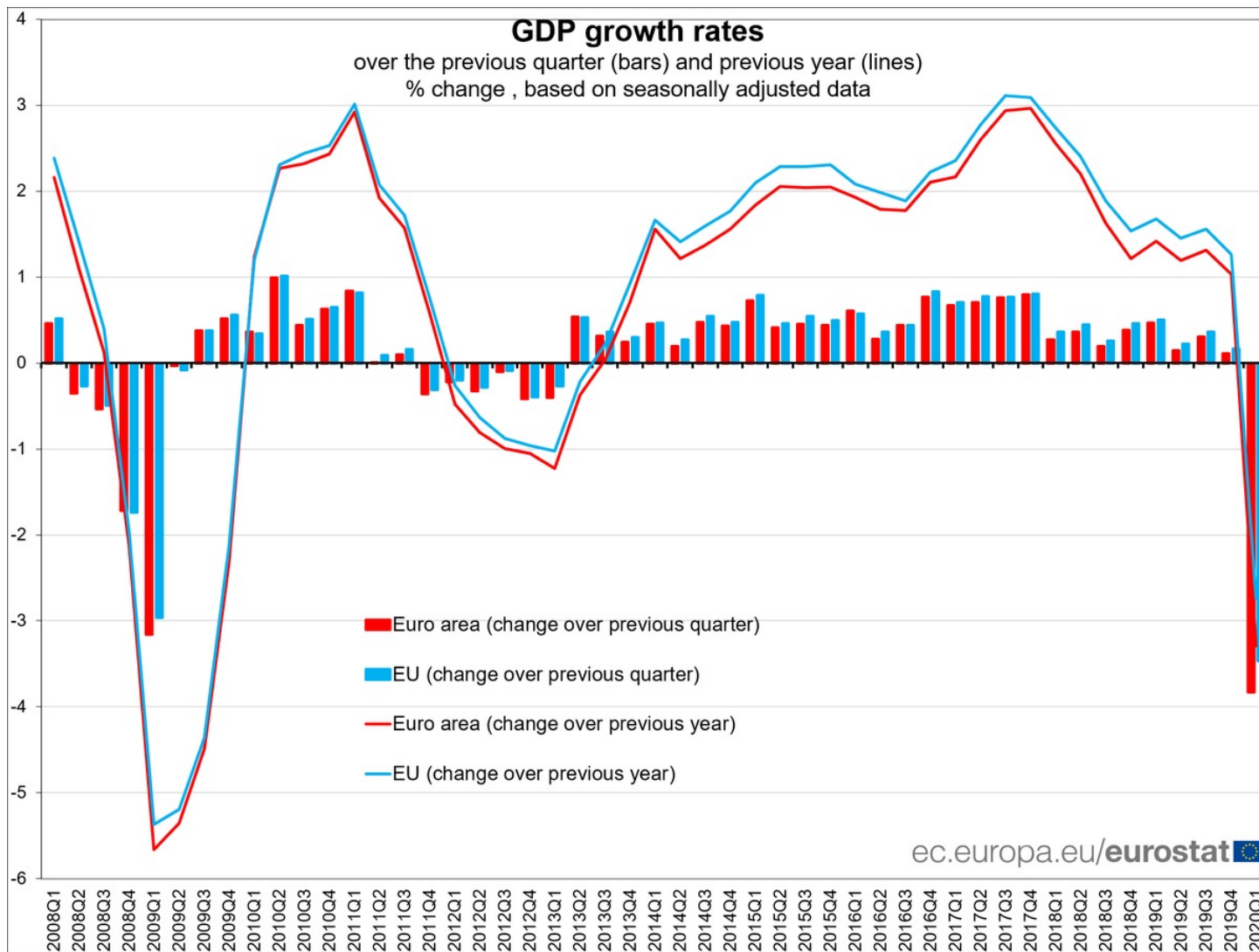


Se facciamo riferimento alla caduta del PIL, in realtà, negli ultimi 15 anni ci sono state tre crisi

- La crisi finanziaria e reale del 2007-08, esplosa negli USA (crisi sub-prime) che ha poi avuto effetti negativi su tutto il mondo, e anche sull'Europa
- La crisi degli spread, o crisi dei debiti sovrani; una crisi che è avvenuta nel biennio 2011-12, partita con riferimento al caso greco, ma che ha poi coinvolto tutti i paesi della periferia europea.
- La crisi da Covid-19, una crisi diversa dalle altre perché di natura diversa, in cui si è fermata anche la produzione (lockdown) e che ha coinvolto quasi tutti i Paesi.



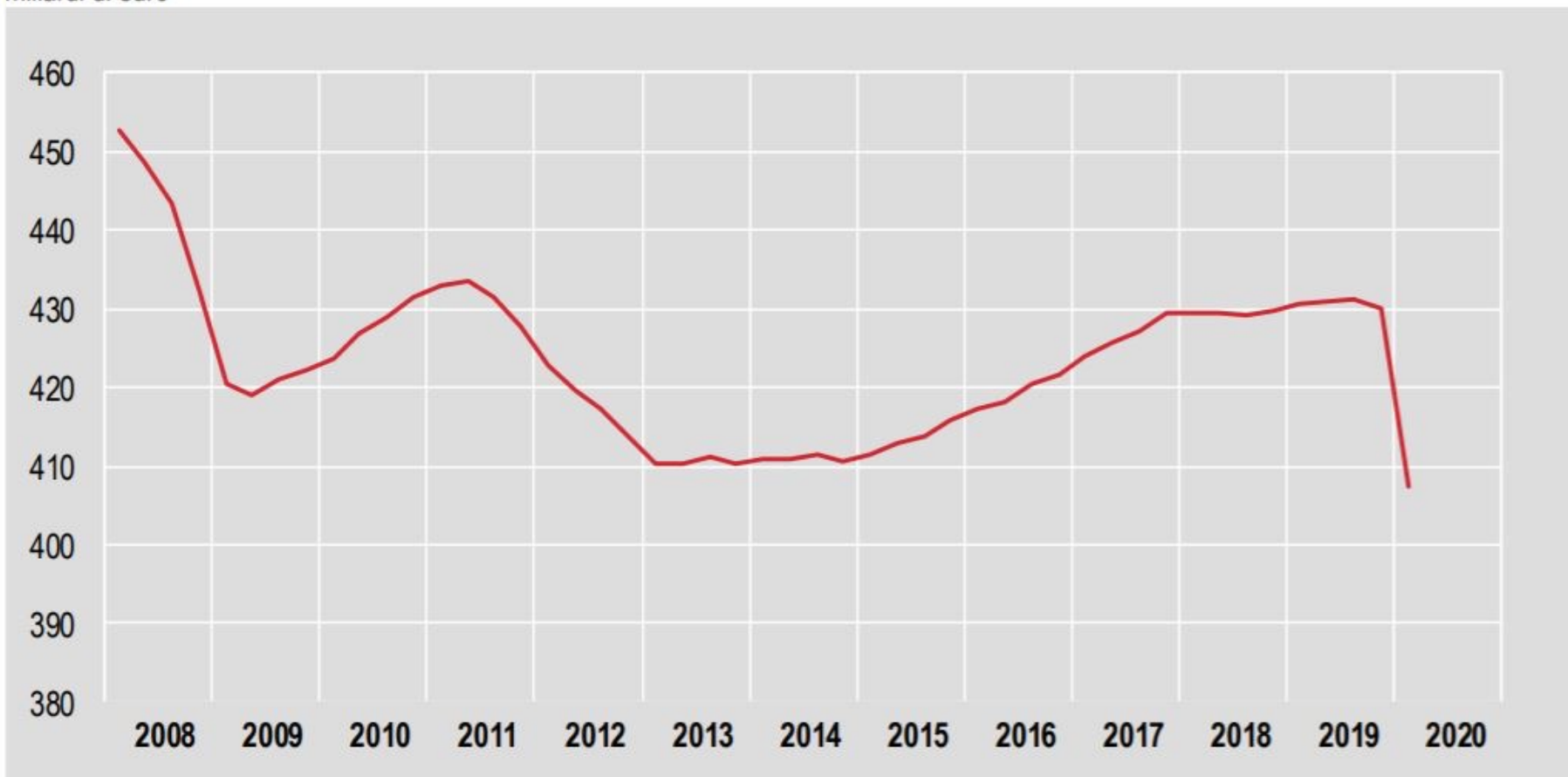
Le tre cadute del PIL europeo



Le tre cadute del PIL in Italia

FIGURA 1. PRODOTTO INTERNO LORDO

I trimestre 2008 – I trimestre 2020, dati concatenati, destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario (anno di riferimento 2015), valori in miliardi di euro



Per ora concentriamoci sulle prime due

- La crisi del 2007-08, partita in USA e poi propagatasi in tutto il mondo
- **La chiameremo 'crisi sub-prime', che genererà la 'grande recessione'**

- La crisi dei debiti sovrani, una crisi che è avvenuta nel biennio 2011-12, partita con riferimento al caso greco, ma che ha poi coinvolto tutti i paesi della periferia europea (anche l'Italia)

- **La chiameremo 'crisi degli spread'**



La crisi degli spread (1)

Che cos'è lo spread?

In ogni Paese, lo Stato paga un tasso di interesse sul proprio debito pubblico.

Per ragioni varie (affidabilità, domanda di titoli, etc.), il Paese che in Europa paga meno interessi sul proprio debito pubblico è la Germania.

Lo spread è la differenza tra quanto paga un Paese X e quanto paga la Germania sul proprio debito pubblico.



La crisi degli spread (2)

Che cos'è lo spread?

Questo spread solitamente si esprime in 'punti base'.

Solitamente, si fa riferimento al tasso dell'interesse sugli ultimi titoli emessi con scadenza a 10 anni.

Se ad esempio oggi la Germania emette un BUND con un rendimento dello 0.8%, e l'Italia emette un BOT con un rendimento del 2.5%, si dirà che lo spread BTP-BUND è 1.7%, ossia 170 bp (base points).



La crisi degli spread (3)

Un antefatto.

La grave crisi finanziaria globale del 2007-08 aveva causato un aumento del debito pubblico (anche chiamato debito sovrano) di molte economie avanzate, anche quelle europee.

Il debito pubblico, per convenzione, non si misura in valore assoluto, ma in percentuale del PIL...



La crisi degli spread (5)

Il rapporto debito/PIL (B/Y) è cresciuto come effetto della crisi per due motivi

- Un aumento del numeratore, perché molti Paesi hanno realizzato dei deficit, anche qui per due ragioni:
 - 1. più spesa per contenere la crisi;
 - 2. meno tasse raccolte.
- Una diminuzione del denominatore (Y), ossia la stessa recessione (caduta del PIL)



Debito pubblico (% del PIL)	1992	1999	2007	2009	2012
<i>Austria</i>	56.3	66.82	60.2	69.2	73.7
<i>Belgio</i>	133.5	113.6	84.0	95.7	99.6
<i>Finlandia</i>	39.4	45.7	35.2	43.5	53.3
<i>Francia</i>	39.7	58.9	64.2	79.2	90.3
<i>Germania</i>	42.0	61.3	65.4	74.5	81.9
<i>Olanda</i>	n/a	61.1	45.3	60.8	71.7
<i>Irlanda</i>	92.4	46.9	24.9	64.9	117.1
<i>Italia</i>	104.7	113.1	103.2	116.4	126.9
<i>Grecia</i>	80.1	100.3	107.2	129.3	158.5
<i>Portogallo</i>	55.2	49.4	68.2	83.1	122.9
<i>Spagna</i>	45.4	62.4	36.3	53.9	84.1
<i>Giappone</i>	71.2	131.9	183.1	210.2	237.9
<i>Cina</i>	4.9	13.8	19.6	17.7	22.8
<i>USA</i>	70.7	60.8	66.5	89.1	106.5



La crisi degli spread (6)

Dal 2009-10, cresce tra gli investitori il *sentiment* riguardo a una crisi del debito degli Stati europei.

Si credeva che, a fronte di debiti eccessivi, i governi avrebbero avuto problemi a finanziare ulteriori deficit di bilancio.

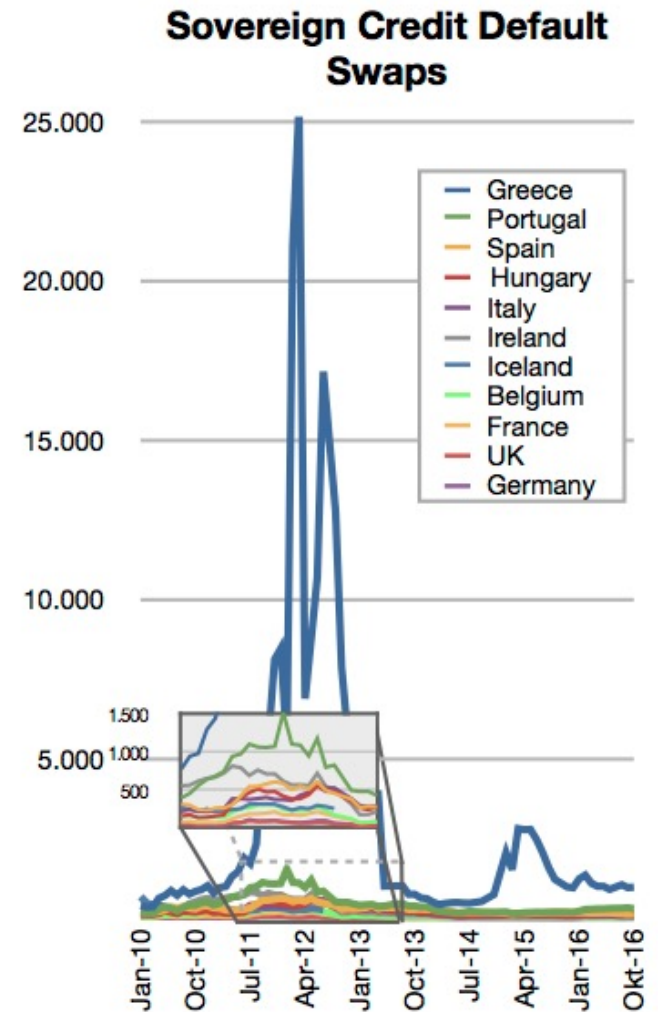
Si inizia a scommettere contro gli stati periferici, con l'idea che non sarebbero stati salvati (*no bailout clause*).

Tra i membri dell'Eurozona toccati dalla crisi vi furono Grecia, Irlanda, Italia, Spagna e Portogallo.



La crisi degli spread (7)

La manifestazione della 'crisi' (che ancora non era diventata recessione) emerse con l'ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli (lo *spread*) e l'aumento del prezzo delle assicurazioni sui titoli dei paesi mediterranei (credit default swap).

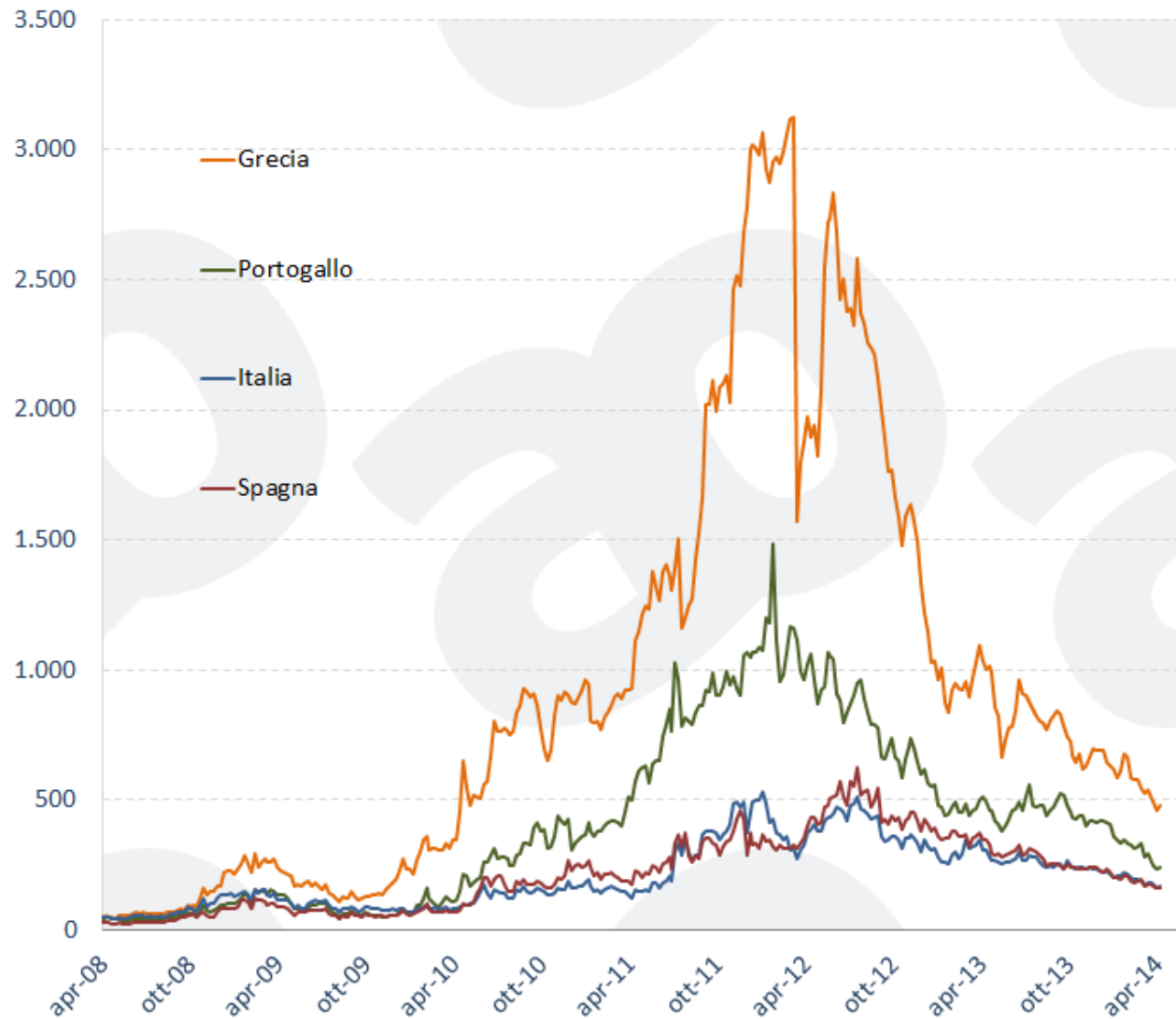


Source: Bloomberg, CNBC



La crisi degli spread (8)

Spread Paesi Periferici (vs Bund) a confronto



Che cosa fa l'Europa?

In un primo momento, poco o nulla.

Non interviene, non fa politiche prima che la situazione sfugga di mano, tant'è che gli spread continuano a salire.

- Poi decide di optare per misure di austerità, con l'idea che la 'disciplina fiscale' avrebbe ridotto il rapporto debito/PIL e quindi ridotto gli spread.
- Si afferma la teoria della c.d. *austerità espansiva*: tagli alla spesa e alle tasse avrebbero portato i Paesi su un sentiero di crescita che avrebbe garantito la sostenibilità dei debiti pubblici.



Il fondo salva-Stati (se così possiamo chiamarlo)

L'unico strumento messo in campo è stato quello dei prestiti istituzionali, attraverso l'EFSF (noto ai più col nome di **Fondo salva-stati**). L'EFSF è stato autorizzato a intervenire come prestatore per i Paesi in difficoltà finanziaria, operando sui mercati primari e secondari del debito.

Ma non basta, tant'è che gli spread continuano a salire...



La crisi nei Paesi periferici (1)

La situazione più complicata riguarda la **Grecia**, che non riesce più a rifinanziarsi sui mercati.

Nel maggio del 2010 viene approvato un prestito di salvataggio per la Grecia da 110 miliardi di euro, subordinato alla realizzazione di severe misure di austerità (*Memorandum of Understanding*).

Ma nel frattempo, il declassamento del debito pubblico greco a junk bond nell'aprile 2010 aveva creato un allarme nei mercati finanziari.

→ Speculazione contro questi Paesi. Cosa significa?



La crisi nei Paesi periferici (2)

- **Irlanda**

Dal 2009 al 2013 il governo irlandese ha approvato sette manovre economiche, basate sul taglio della spesa pubblica, al fine di ottenere un prestito istituzionale di 67,5 miliardi di Euro atto a finanziare il deficit pubblico del 2009 – principalmente causato dalle operazioni di salvataggio bancario.

- **Italia**

Nel novembre 2011, parallelamente ad una crisi di governo, l'Italia ha sperimentato il più alto livello dello spread sui titoli del debito pubblico. Seguendo la famosa lettera di raccomandazione della Troika, il governo Monti ha implementato delle severe misure di austerità fiscale.



La crisi nei Paesi periferici (3)

- **Portogallo**

Nel maggio del 2011 il governo portoghese ha ricevuto un prestito istituzionale di 78 miliardi di Euro. Come condizione a tale supporto finanziario, il governo ha attuato delle politiche restrittive basate sulla riduzione del costo del lavoro, tramite cospicui tagli ai salari e ai contributi sociali.

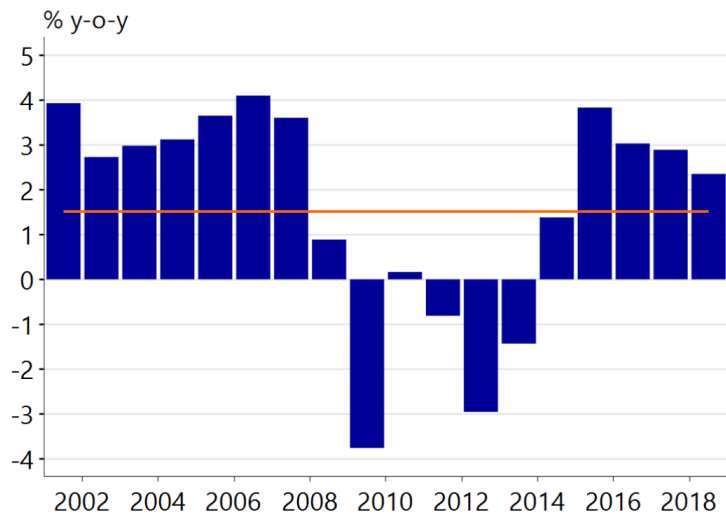
- **Spagna**

Nel giugno del 2009 il governo spagnolo ha intrapreso un programma di salvataggio bancario (FROB) e nel giugno del 2012 ha ottenuto un prestito istituzionale di 100 miliardi di Euro dall'EFSSF. Il FROB ha trasferito tali risorse alle banche in difficoltà, mentre il governo ha introdotto pesanti misure di austerità (tagli ai bilanci dei ministeri e degli enti locali, programmi di privatizzazione, aumento delle tasse e tagli alla spesa per istruzione e sanità). Nel luglio 2012 viene fatta una manovra di austerità di 65 miliardi (aumento dell'imposta sul valore aggiunto, riduzione dei dipendenti del Parlamento, tagli agli stipendi pubblici, etc.).

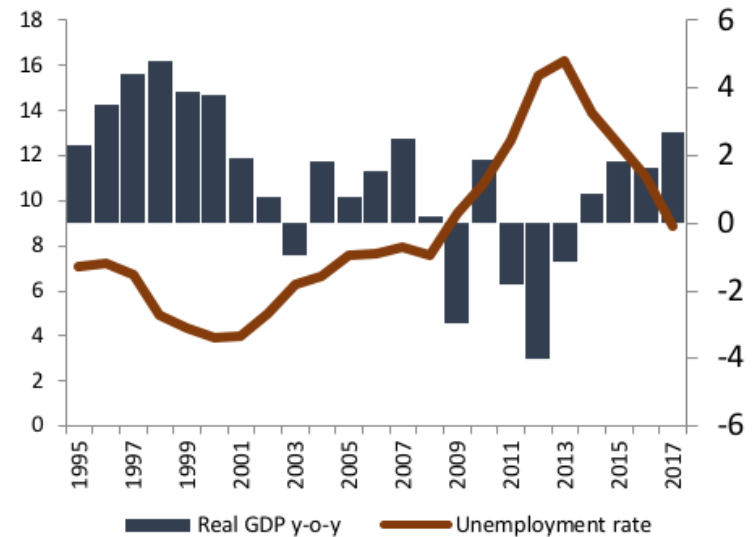


Quali effetti hanno avuto queste misure? (1)

Spagna



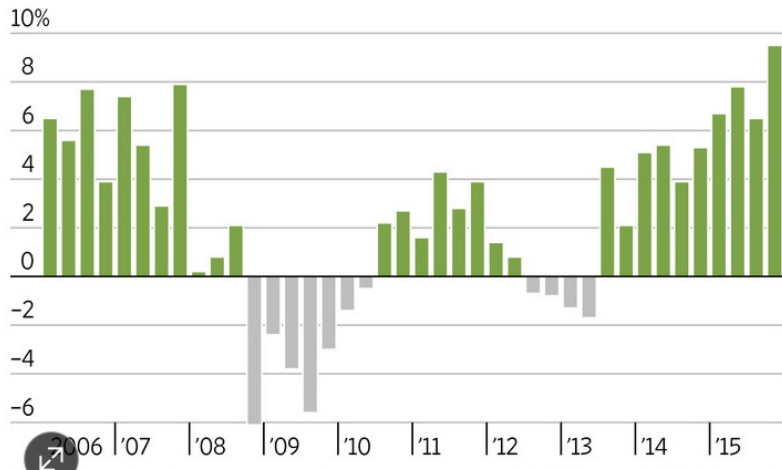
Portogallo



Quali effetti hanno avuto queste misure? (2)

Irlanda

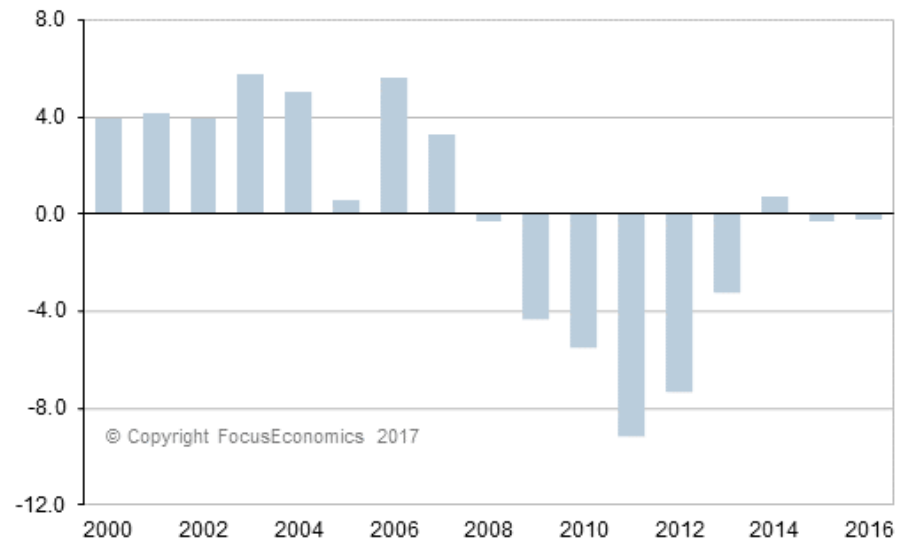
Quarterly GDP, seasonally adjusted, change from previous year



Source: Central Statistics Office, Ireland

THE WALL STREET JOURNAL.

Grecia



© Copyright FocusEconomics 2017



Quali effetti hanno avuto queste misure? (3)

Tasso di disoccupazione	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GRECIA	9,62	12,71	17,87	24,44	27,47	27,5
IRLANDA	12,01	13,85	14,62	14,67	13,05	11,3
ITALIA	7,79	8,41	8,43	10,68	12,21	12,7
PORTOGALLO	9,45	10,79	12,63	15,50	16,20	14,1
SPAGNA	17,86	19,86	21,39	24,79	26,09	24,4

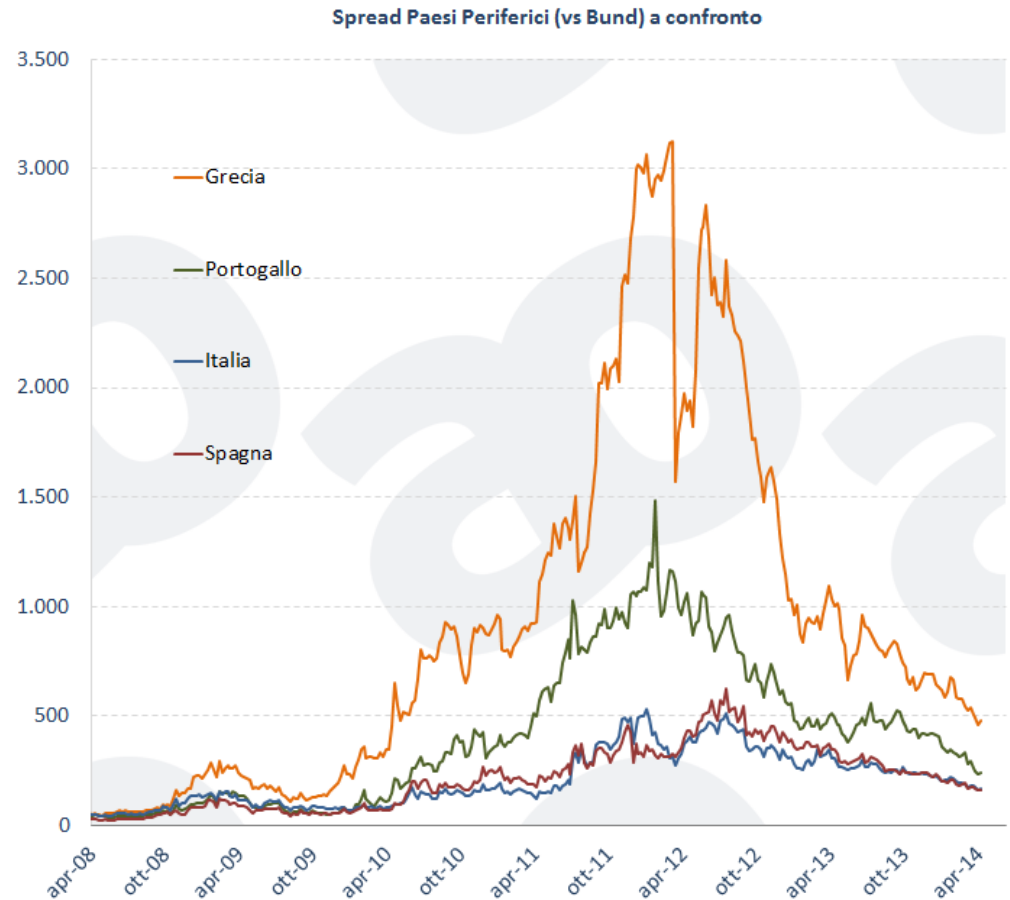
- Gli effetti sull'economia reale delle misure di austerità sono significativi.
- Si sono ridotti gli spread? NO
- Si sono ridotti di debiti pubblici? NO



Gli spread rientrano solo nel 2012

E allora,
cosa è successo?

- Interviene la politica monetaria (quella fiscale non sortisce nessun effetto sul rapporto debito/PIL, anzi...)



Quando e perché Mario Draghi disse "Whatever it takes"

*Within our mandate, the ECB is ready to do **whatever it takes** to preserve the euro. And **believe me**, it will be enough*

Era il 26 luglio 2012 quando Mario Draghi, allora Presidente della Banca centrale europea, pronunciò queste parole, nel mezzo della crisi del debito sovrano europeo, con lo spread alle stelle in molti Paesi, Italia compresa.

Con questa frase, che sanciva l'appoggio della BCE ai debiti dei Paesi in difficoltà, Draghi diede una svolta decisiva alla crisi.



Dal 2012, gli spread si raffreddano

Il discorso di Draghi fu un segnale molto importante nei confronti dei mercati, facendo capire agli operatori finanziari che fino ad allora avevano speculato su un possibile crollo dell'euro che da quel momento in poi avrebbero dovuto scommettere contro la BCE.

Già in pochi giorni i mercati invertirono la tendenza negativa e i mesi successivi videro effettivamente la crisi calmarsi e i tassi d'interesse scendere.



Ma c'è di più...

A differenza degli Stati Uniti d'America, in cui le banche centrali già da tempo acquistavano titoli di Stato per immettere liquidità nell'economia, questo non accadeva nell'Unione europea.

Dopo il discorso di Draghi, nel settembre 2012 entrano in vigore le *Outright Monetary Transactions*, ovvero un piano di acquisto diretto da parte della BCE dei titoli di Stato emessi da paesi in difficoltà della zona euro.

Nel gennaio 2015 Draghi introdusse anche un programma di allentamento quantitativo (*quantitative easing*) di ben 1100 miliardi di euro, che ha sostenuto ulteriormente il mercato dei titoli di Stato europei e posto di fatto fine alla crisi del debito europeo.



Quali sono state le conseguenze?

1. La BCE è diventata il principale creditore di molti Stati, specialmente quelli Mediterranei. Il sostegno, in molti casi, è stato condizionato all'attuazione di politiche restrittive.
2. Il clima di tensione ha favorito l'introduzione del Fiscal Compact, che disciplina in modo ferreo le finanze dei singoli Paesi.
3. Le politiche di austerità hanno contribuito a generare una seconda recessione, che ha fatto seguito a quella già severa del 2007-08.

