

Il nuovo pacchetto “salva Grecia”

Di Carmelo Pierpaolo Parello

Lo scorso 21 luglio l'eurozona ha confezionato un nuovo pacchetto di aiuti per evitare il fallimento della Grecia. A differenza dai precedenti accordi, il nuovo pacchetto prevede il coinvolgimento del settore privato attraverso il cosiddetto "PSI" (*Private Sector Involvement*) e l'obbligo per Atene di intraprendere un ampio programma di privatizzazioni. A corollario, il pacchetto prevede anche una riforma sostanziale del EFSF (*European Financial Stability Facility*) che permetta alla società con sede in Lussemburgo di operare in prima persona nei mercati finanziari e di acquistare titoli di Paesi non necessariamente oggetto di un aggiustamento dei conti pubblici.

Ma vediamo un po' più nel dettaglio in cosa consiste l'accordo.

Nel complesso, il pacchetto di aiuti vale 172 miliardi di euro così suddivisi:

- 57 miliardi attraverso il vecchio pacchetto di aiuti (di cui 12 miliardi già consegnati a giugno);
- 45-55 miliardi attraverso un pacchetto addizionale, il cui finanziamento sarà per 2/3 a carico dell'EFSF e per 1/3 a carico del FMI;
- 30 miliardi attraverso il coinvolgimento del settore privato;
- 30 miliardi attraverso il pacchetto di privatizzazioni che il governo greco dovrebbe apprestarsi a varare nei prossimi mesi.

La definizione del pacchetto addizionale ha ufficialmente sancito la promozione dell'EFSF da temporaneo erogatore di prestiti a finanziatore di ultima istanza. I suoi nuovi compiti, che saranno a breve dettagliatamente definiti, andranno dal sostegno diretto al governo greco con prestiti fino a 30 anni, alla ricapitalizzazione delle banche, fino agli acquisti sul mercato secondario dei titoli di stato emessi da qualsiasi Paese dell'Unione, non solo quelli oggetto di risanamento. Quest'ultimo compito dovrebbe servire sia a scoraggiare attacchi speculativi verso i paesi periferici dell'eurozona, sia ad evitare il contagio finanziario tra i 17 paesi dell'Unione. Spetterà in ogni caso alla BCE stabilire in quali circostanze eccezionali l'EFSF potrà procedere con l'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario per evitare il contagio.

Per quanto concerne l'intervento dei privati, il nuovo programma di salvataggio punta ad ottenere, a regime, un tasso di partecipazione dei soggetti finanziari attualmente coinvolti dall'*affaire* Grecia del 90 per cento. Esso dovrebbe operare su base volontaria e sostanziarsi sia in un aumento della scadenza media del debito pubblico greco (attraverso il cosiddetto *roll-over* del debito), sia in un flusso di liquidità pari a 54 miliardi entro il 2014 e pari a 135 miliardi euro entro il 2020. Nel concreto, il piano offre ai soggetti privati la possibilità di partecipare al *buyback* del debito che Atene organizzerà nei prossimi mesi attraverso una combinazione dei seguenti quattro strumenti:

1. Una conversione (o scambio) alla pari dei titoli di stato greci in portafoglio in titoli della durata di 30 anni;
2. Un *roll-over* sulle attuali scadenze dei titoli greci in titoli trentennali;

3. Una conversione (o scambio) "scontata" dei titoli di stato greci in titoli della durata di 30 anni;
4. Una conversione (o scambio) "scontata" dei titoli di stato greci in titoli della durata di 15 anni;

Per gli strumenti 1, 2 e 3 è prevista la copertura del rischio attraverso il deposito in garanzia di titoli trentennali tripla A; per lo strumento 4 è invece prevista l'apertura di un fondo a favore dei soggetti partecipanti.

Con questo nuovo pacchetto di aiuti l'eurozona mira a: 1) ridurre lo stock del debito pubblico greco di almeno 13.5 miliardi di euro; 2) rendere sostenibile il tasso di rifinanziamento della Grecia 3) tranquillizzare i mercati circa la sua capacità (e volontà) di salvare la Grecia dal *default*, evitando così il tanto temuto effetto domino all'interno dell'eurozona.

Ma perché è così cruciale salvare la Grecia?

Principalmente per tre motivi. In primis, perché un eventuale fallimento della Grecia farebbe scattare il tanto temuto "*credit event*" che darebbe il diritto ai possessori dei CDS sul debito greco di riscattare gli importi assicurati. In secondo luogo, perché un eventuale *default* greco aprirebbe nefasti scenari di turbolenza finanziaria e di contagio i cui esiti sono difficili da prevedere. In questo caso il pericolo è che insieme a quello greco possa crearsi un filotto di ulteriori fallimenti che coinvolgerebbe, più o meno nell'ordine, Portogallo, Irlanda, Spagna, fino ad arrivare all'Italia. In tal caso, le ripercussioni sul mercato dei derivati sarebbero apocalittiche perché obbligherebbe tutte le banche ed assicurazioni che hanno emesso CDS sui debiti sovrani di questi paesi a sostenere un esborso praticamente insostenibile (cfr tabella 1).

	Nozionale lordo		Nozionale netto	
	<i>mrd di \$</i>	<i>% del PIL</i>	<i>mrd di \$</i>	<i>% del PIL</i>
Portogallo	67,5	24,8	6	2,2
Italia	298,6	15,6	23,6	1,2
Irlanda	42,8	24,0	4,2	2,4
Grecia	78,4	24,6	4,7	1,5
Spagna	170,5	11,5	18,6	1,3
Totale	657,8	15,8(*)	57,1	1,4(*)

(*) La percentuale si riferisce alla somma dei PIL delle cinque economie in tabella

Tabella 1: valore dei CDS sul debito sovrano – Fonte: Elaborazioni Nens su dati Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) e OCSE.

In base ai dati forniti online dal DTCC, l'attuale valore complessivo dei CDS sul debito sovrano della Grecia - il cosiddetto nozionale lordo -, è pari a 78.5 miliardi di dollari (4.7 miliardi se si prende a riferimento il nozionale netto), ma rischia di raggiungere i 657,8 miliardi di dollari (57,1 miliardi in termini di nozionale netto) se l'ipotesi di *default* si estendesse anche ai paesi cosiddetti PIGS e all'Italia. Per rendersi conto dell'enormità della cifra basta pensare che il PIL a prezzi correnti di un'economia notoriamente solida come quella dell'Austria è pari ad appena 330 miliardi di dollari e che, da soli, la somma dei PIL previsti per il 2011 di Grecia, Irlanda e Portogallo, sono appena in grado di avvicinare tale cifra.

Quale *pool* di banche ed assicurazioni potrebbe essere in grado di coprire un tale esborso?

Infine, se Atene venisse dichiarata fallita, l'evento in se e per se sancirebbe l'inizio di una fase di profonda incertezza sul destino dell'euro che metterebbe a repentaglio il matrimonio di interessi e di ideali che ha caratterizzato il "quieto vivere" dell'Europa degli ultimi vent'anni.

Purtroppo l'incertezza sulla funzionalità di alcuni strumenti previsti dall'accordo e l'opacità di alcune sue parti di certo non aiutato a fugare tutti i dubbi circa l'efficacia del pacchetto. L'unica cosa certa è che piuttosto che dichiarare il fallimento della Repubblica Ellenica si sia voluto intraprendere la strada di un fallimento "limitato" o, se si vuole, "camuffato", appunto per evitare il verificarsi del *credit event* di cui si parlava sopra. Ma al di là di qualsiasi commento a caldo sull'efficacia del nuovo pacchetto, quello che veramente conta adesso è che la Grecia torni a crescere a ritmi sostenuti in modo tale da produrre reddito a sufficienza per ripagare tutti i suoi debiti. E su questo aspetto della questione, come anche su come una piccola economia aperta decisamente non competitiva come la Grecia possa tornare a crescere nel bel mezzo di una fase di *deleveraging*, neanche questo accordo è stato capace di dire nulla.