

Dir. Resp.: Luciano Fontana

L'analisi

# Oltre il referendum, una soluzione è possibile

La ristrutturazione è gestibile: l'uropeizzazione del debito costerebbe poco (a tutti)



di MARCELLO MINENNA

Dopo la bufera del controllo dei capitali e del blocco del sistema bancario, una calma minacciosa è scesa sulla crisi greca. L'Eurogruppo ed il governo di Atene si sono messi alla finestra attendendo i risultati del «Greferendum», tentando in modi più o meno velati di influenzare i risultati.

La Bce ha congelato il tetto dell'Ela (i fondi di emergenza alla banche greche) a 89 miliardi ed ogni valutazione sui titoli greci posti a garanzia di questi fondi.

L'esito della partita è incerto, così come lo sono le conseguenze. Per quanto si può intuire, una vittoria del Sì significherebbe la fine politica di Tsipras, sostituito da un governo, magari «tecnico» e più malleabile, che accetterebbe le condizioni della Troika con un Paese che versa però in condizioni economiche di emergenza. In un contesto di recessione e deflazione la nuova cura, che assomiglierà tanto alla vecchia, non funzionerà ed accelererà gli eventi verso un nuovo focolaio di crisi, incentrato sullo spauracchio della ristrutturazione del debito. Se vincerà il No, si potrebbe certamente rischiare la deriva finale che porterebbe la Grecia all'istituzione di una moneta parallela, soprattutto se la Bce decidesse di staccare la spina dell'Ela. Se la valutazione dei titoli di Stato greci riflettesse il default, delle due l'una: o la

Bce avvierebbe il rientro degli 89 miliardi oppure le banche greche dovrebbero integrare le garanzie. E qui il problema sarebbe evidente, data la penuria di titoli a disposizione.

Eppure questa pronuncia democratica del popolo greco potrebbe essere un momento di riagggregazione dell'Eurozona intorno ad una soluzione di ristrutturazione del debito concordata, che possa salvaguardare i creditori (quanto possibile) e reintegrare l'economia greca all'interno dell'Eurozona.

## Costi

Al di là degli opposti estremismi, bisogna mettere in chiaro che i costi finanziari di una ristrutturazione del debito greco non sono tremendi, né ingestibili. Anzi, il sistema di garanzie dei governi europei che «protegge» i 140 miliardi del debito in mano al Fondo Salva-Stati consentirebbe l'emissione ed il rimborso di obbligazioni del Fondo Efsf in maniera regolare, anche considerato il default tecnico della Grecia dichiarato dal Fondo lo scorso 3 luglio.

Peraltro, già adesso la Grecia non deve né rimborsare, né pagare gli interessi al Fondo Salva-Stati prima del 2022. Inoltre i 27 miliardi di titoli greci nel bilancio della Bce, i cui interessi devono già essere restituiti alla Grecia, non provocherebbero necessariamente delle perdite per i governi dell'Eurozona. Rimarreb-

bero gli 80 miliardi prestati dai governi (10 dall'Italia) alla Grecia, che potrebbero essere gestiti, consentendo ad esempio al Fondo Efsf o all'Esm di rilevarli in toto, insieme ai 20 miliardi che il governo Tsipras deve ancora al Fondo monetario italiano. Anche il ministro Padoan ha messo in rilievo che un intervento del Fondo Salva-Stati non richiederebbe oneri aggiuntivi per le finanze italiane.

Parliamo apertamente dunque di una «uropeizzazione» del debito greco, che consentirebbe di ottenere quel «breathing space» necessario a predisporre un'accettabile proposta di ristrutturazione, che permetta di spalmare i costi su un arco temporale lungo e non abbia effetti negativi immediati per le parti in causa.

Il 22 giugno su queste pagine introducevamo il concetto, dopo il consolidamento nell'Efsf, di un taglio al debito detenuto dalle istituzioni europee, la cui entità fosse suggerita dal mercato. Ora gli operatori, attraverso lo spread, stanno valutando che il debito greco abbia il 90% di probabilità di non essere ripagato per intero e il valore di mercato dei titoli risulta di conseguenza dimezzato. Quindi, con una soluzione di mercato che abbuoni alla Grecia il 50% del debito, il rapporto Debito/Pil andrebbe sotto controllo, dal 180% attuale a valori tedeschi (75%).

## Ipotesi

Questa ipotesi di lavoro, anche se in dimensione minore — e cioè l'idea di una moratoria che «pre-consolidi» una parte del debito all'interno del Fondo Salva-Stati — è apparsa anche nella proposta in extremis di Tsipras all'Eurogruppo. Ragionevole, quanto meno nell'entità, senza entrare nel merito dell'adeguatezza delle riforme. Eppure non è passata, nonostante il notevole distinguo della Francia di Hollande, perché probabilmente la Germania — forte del suo potere di blocco decisionale data la sua quota di capitale dell'Esm superiore al 25% — oramai vuole vedere le carte del «Greferendum» e «rinnovare» il suo interlocutore greco.

Questo fine primo tempo sarà comunque la base per il dopo-voto e chissà che magari passi; in fondo la moratoria è di 29 miliardi appena lo 0,3% del debito europeo.

E si sa, quando si parla di «zeri virgola» gli euroburocrati non temono rivali: d'altronde è così che si sono inventati l'«austerità espansiva».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

