

Elezioni vicine,
il dramma greco
è solo sospeso

DI MINENNA

A PAGINA 5



I meccanismi internazionali

Allungare il debito? Un boomerang E i creditori non sono più tutelati

DI MARCELLO MINENNA

Il primo round delle trattative sulla Grecia si è chiuso a Ferragosto con un piano da 86 miliardi (nella forma di un prestito a 3 anni del fondo Salva-Stati Esm da rimborsare dopo oltre 30 anni). Rimane l'incognita sulla partecipazione del Fondo monetario internazionale che ritiene indispensabile una forma di aiuto esogeno al debito greco («debt relief»). Comunque le trattative proseguono e qualche settimana fa Christine Lagarde, direttore generale del Fondo, ha dichiarato che sarà sufficiente un «reprofiling», un allungamento delle scadenze fino a 30 anni senza bisogno di ristrutturazioni che cancellino una parte del debito. Una posizione molto vicina a quella sostenuta da sempre dai creditori europei, Germania in testa.

Il mercato ha accolto queste notizie con una progressiva rivalutazione dei titoli di Stato greci in circolazione rispetto ai minimi di maggio-giugno che ne abbatterono il valore nominale del 40%-50%. In prima battuta sembrerebbe quindi che il terzo piano di salvataggio messo a punto quest'estate abbia restituito ai mercati la serenità circa una positiva soluzione della vicenda greca. La ripresa delle quotazioni dei titoli greci potrebbe però spiegarsi col dilatamento degli orizzonti temporali sul debito. Talvolta giocare con il tempo per rinviare i problemi può cambiare la percezione del rischio anche se i fondamentali economici sono immutati; la certezza del default viene rimpiazzata dall'incertezza sugli scenari economici che si dispiegheranno in Grecia su un periodo molto lungo e questo aumenta il valore dei titoli.

Ma perché era così importante per l'Europa che il mercato rivalutasse il debito greco? Un legittimo sospetto — considerato che questa rivalutazione artificiale abbassa i rendimenti dei bond — è che si voglia tenere nascosta l'«altra faccia dello spread».

Da anni la Grecia ha abituato a spread di oltre il 10% rispetto al Bund, segnalando un elevato rischio di insolvenza. Ma se lo Stato ellenico potesse beneficiare del trattamento di un qualsiasi emittente privato, spread così alti avrebbero pure qualche vantaggio.

Infatti, ogni business comporta dei rischi e il rischio di chi presta (se non ha esaminato a fondo il merito della controparte) sta nel perdere una parte di quello che ha prestato. Se il debito greco fosse stato in mano ad una banca privata, sarebbe stato classificato come sofferenza e inserito a bilancio al valore corrente di mercato, con la registrazione simultanea di una perdita su crediti per 160 miliardi di euro.

In altri termini, prima dei rialzi a tavolino prodotti dal piano di salvataggio, la Grecia

Sulle montagne russe



Fonte: elaborazione CorriereEconomia

avrebbe potuto ricorrere a un'operazione di mercato per sostituire il debito di 312 miliardi con uno nuovo di 150, portando il rapporto tra debito e Pil a un livello vicino a quello tedesco. Dopo tutto, qualcosa di simile fu fatta nel marzo 2012 quando il valore dei titoli di Stato greci in mano

al settore privato subì una decurtazione del valore nominale del 50% (circa 100 miliardi di euro), che corrispose ad un taglio effettivo ben più consistente: il 70%.

Oggi (diversamente da allora) i titoli governativi greci sono detenuti per l'80% da creditori pubblici: Bce, Fmi, Fondo Salva-Stati e governi dell'Eurozona. Una soluzione di mercato avrebbe avuto dunque bisogno solo di un avallo politico se il sostegno alla Grecia fosse stato la vera priorità.

Purtroppo ha prevalso la «realpolitik» e così i creditori prescriveranno alla Grecia la solita ricetta «allunga e pretendi». Solita perché già ora il debito pubblico ellenico mostra le tracce di analoghe «cure» della Troika (nel 2010 e 2012): 312 miliardi di euro di valore nominale con una scadenza media di 16 anni (per intenderci, 3 o 4 volte quella degli altri Paesi dell'Eurozona).

La storia recente indica che i «reprofiling» — utilizzati in passato per non infliggere perdite ai creditori del settore pubblico — non hanno risolto il problema. Oggi la solita cura si prospetta più fallimentare che mai in quanto la Grecia è in deflazione da anni e — nonostante il Quantitative Easing — l'intera Eurozona sembra destinata a prezzi in discesa sulla scia del petrolio. La deflazione, purtroppo, deprime il Pil nominale, esasperando così il rapporto debito-Pil: più tempo c'è, più questo effetto perverso è libero di operare. In sintesi, le recenti dichiarazioni del Fondo monetario avallano una soluzione tecnica (il «reprofiling» a 30 anni) che pone il debito greco su un sentiero di insostenibilità più ripido di quello attuale.

Oggi l'80 per cento dei titoli governativi è in mano a creditori pubblici, non a privati come avveniva nel marzo del 2012

