



## Grecia: un aggiornamento

*La Grecia sta attraversando una situazione di profonda tensione alimentata dalla prospettiva di una drastica chiusura di tutti i canali di finanziamento e dall'esplosione di una drammatica crisi di liquidità. Tutto dipende dalla capacità delle parti di trovare quanto prima un accordo pur nel quadro delle relazioni che si sono andate sempre più deteriorando. Al momento le soluzioni sono tutte possibili e aperte, sebbene sia chiaro che un'eventuale nuova insolvenza avrà necessariamente un carattere radicalmente diverso da quello del default scattato il 24 febbraio 2012.*

*In questa prospettiva si apre un periodo molto delicato di cui la prima scadenza è il vertice informale dei Ministri delle finanze che si terrà a Riga venerdì 24 aprile e che ha al centro l'esame della situazione del paese mediterraneo e successivamente, a maggio, il termine per il rimborso di 800 milioni di Euro al Fondo Monetario Internazionale.*

*In ogni caso qualunque sarà l'evoluzione a breve, positiva o negativa che sia, il tema Grecia, a cavallo di fattori macroeconomici e geopolitici, è destinato ad occupare uno spazio importante ancora per molto tempo. Per poter comprendere meglio i rischi presenti abbiamo predisposto questa nota di aggiornamento.*

### **Prestare attenzione alle prossime scadenze**

Il presente documento fornisce - riprendendo quanto è stato discusso nel corso dell'ultima riunione del Comitato rischi del 17 aprile - un aggiornamento del quadro di riferimento della situazione in Grecia<sup>1</sup>.

In questi giorni il paese ellenico sta vivendo un momento decisivo con l'avvicinarsi di alcune scadenze cruciali destinate ad orientare per i prossimi anni le condizioni economiche e sociali del paese e dell'intera area del Mediterraneo orientale, oltre che decidere il destino della Grecia all'interno dello spazio della moneta unica.

Venerdì 24 aprile si terrà a Riga il vertice informale dei Ministri delle finanze dell'Unione con al centro l'esame

della situazione del paese mediterraneo; entro maggio è in scadenza una rata di 800 milioni di Euro di rimborso al Fondo Monetario Internazionale; entro giugno deve essere trovato un accordo definitivo sul debito greco e sul nuovo piano di aiuti.

### **Una nuova crisi di liquidità**

Paradossalmente, in un'Unione Europea all'interno della quale le politiche di stimolo monetario hanno tecnicamente risolto il problema della liquidità necessaria al funzionamento del sistema bancario e al finanziamento del debito degli Stati, la Grecia si ritrova in una situazione gravissima nella quale la grande emergenza è rappresentata proprio dalla scarsità di liquidità. In questi anni la Grecia ha potuto contare per far fronte alla spesa corrente sugli apporti dei prestiti concessi dall'Unione Europea e dal Fondo Monetario Internazionale e dall'altra

<sup>1</sup> Per un ulteriore approfondimento si rimanda alla scheda contenuta nell'ultimo documento periodico dei rischi geopolitici e macro economici del 30 marzo 2015 e al report monografico sull'esito elettorale in Grecia del 26 gennaio 2015.

sulla liquidità acquisita direttamente dal sistema bancario grazie alla deroga concessa dalla Banca Centrale Europea riferita alla qualità del collaterale che le banche greche hanno potuto, fino a due mesi fa, portare a garanzia dei prestiti sottoscritti con l'istituto di Francoforte.

Oggi entrambe le fonti si stanno per esaurire e la Grecia si trova di fronte seriamente alla prospettiva di un default non governato, destinato per questa ragione ad aprire uno scenario del tutto imprevedibile. Il Governo greco aveva puntato tutta la sua strategia iniziale sulla possibilità di condizionare il sistema bancario<sup>2</sup> imponendo agli istituti l'acquisto di nuove emissioni sovrane a breve termine che a loro volta le banche avrebbero posto a garanzia per ottenere dalla BCE la liquidità necessaria per sostenere il piano di acquisto. Lo stallo dei negoziati sul rispetto da parte del nuovo Governo degli impegni precedentemente assunti ha portato la BCE a rimuovere la deroga sulla qualità dei collateral<sup>3</sup>.

### Lo scontro con l'Europa

Come è noto la situazione è iniziata a precipitare a partire dal mese di dicembre quando il premier conservatore Samaras ha annunciato (9 dicembre 2014) di voler imprimere un'accelerazione al quadro politico imponendo l'anticipo della scadenza naturale della data della elezione del capo dello Stato. La mossa non ha però sortito gli effetti desiderati e anziché portare a una

stabilizzazione della situazione si è conclusa con la mancata elezione del Presidente della Repubblica entro i tempi previsti dalla Costituzione. In base alla legge fondamentale ellenica la mancata elezione del Capo dello Stato dopo tre votazioni porta direttamente allo scioglimento del Parlamento e alla conseguente convocazione di nuove elezioni.

La consultazione che si è tenuta il 25 gennaio ha confermato i segnali che si erano già manifestati nelle elezioni europee del maggio 2014. L'elettorato ha premiato Syriza, il partito di estrema sinistra che si è maggiormente opposto alle politiche di austerità concordate con l'Unione Europea come contropartita per l'aiuto finanziario fornito dai paesi partner.

La nuova coalizione governativa oltre a Syriza comprende il partito di centro destra ANEL; l'inedita coalizione dei due partiti, che in una situazione di normalità si collocherebbero in due punti distinti del panorama politico, si fonda esclusivamente sul rifiuto delle politiche seguite dalla vecchia maggioranza. I partiti che hanno raggiunto il potere hanno espresso durante la campagna elettorale la loro chiara volontà di rimettere in discussione gli accordi presi con i creditori. Proprio questa inequivocabile presa di posizione è stata alla base del risultato elettorale di Syriza che ha mancato per soli due seggi la maggioranza assoluta del Parlamento. Sulla base di questa opzione, che risulta inconciliabile con la posizione espressa dall'Unione Europea, subito dopo l'insediamento del nuovo governo si è aperta una lunga trattativa nel corso della quale le parti non hanno fatto nulla per abbassare i toni e cercare una soluzione di compromesso. Anzi la posizione di rottura di Atene, che in un primo momento è arrivata a mettere in discussione la legittimità della Troika, ha spinto anche paesi più possibilisti come la Francia e l'Italia a chiudere le porte al

<sup>2</sup> Va peraltro indicato come le principali banche del paese siano di fatto controllate dallo Stato attraverso l'Hellenic Financial Stability Fund, attivato nell'ambito del piano di salvataggio e di ricapitalizzazione degli istituti. Tutte le principali quattro banche hanno come primo azionista il Fondo: National Bank of Greece con il 57,24%, Piraeus Bank, con il 66,93%, Alpha Bank con il 66,24% e Eurobank Ergasias con il 35,41%.

<sup>3</sup> Con una deliberazione assunta il 5 febbraio 2015 la Bce ha deciso di non accettare più dopo l'11 febbraio titoli del debito pubblico greco come collaterale a garanzia della concessione di prestiti, rimuovendo la deroga introdotta nel 2010. Questa deroga era stata introdotta nell'ambito delle misure connesse al programma di risanamento concordato con la Troika.

primo ministro Tzipras e al suo ministro delle finanze Varoufakis<sup>4</sup>.

Il risultato di questo braccio di ferro, che si è svolto sotto la spada di Damocle della scadenza del piano di aiuti di fine febbraio, è stato quello di una soluzione ponte di rinvio della scadenza.

L'accordo raggiunto ha rispettato il bisogno espresso di guadagnare tempo prezioso: da una parte l'Unione ha ritenuto estremamente pericoloso provocare in quel momento un crollo della Grecia e dall'altra il Governo ellenico aveva necessità di avere maggiore tempo per sviluppare una propria azione. L'accordo firmato che ha sancito una proroga degli aiuti fino a giugno, però, al di là di alcune questioni nominalistiche ha lasciato inalterati i termini del confronto<sup>5</sup>.

Da allora il Governo presieduto dal Primo ministro Tzipras ha cercato di rafforzare la propria posizione negoziale ottenendo però solo il risultato di alzare enormemente i toni dello scontro. Non a caso una delle prime iniziative assunte dal nuovo esecutivo è stata quella di opporsi all'inasprimento delle sanzioni nei confronti della Russia<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Yanis Varoufakis, professore universitario classe 1961, è l'estensore del programma di Syriza in campo economico. Tra gli esponenti del partito è quello che ha impresso una maggiore spinta all'opposizione alla politica di rigore adottata in questi anni. Emblematicamente Varoufakis ha definito la stessa con il termine di "fiscal waterboarding", richiamando la tecnica di "annegamento controllato" usata negli interrogatori dei sospetti terroristi.

<sup>5</sup> Il 20 febbraio 2014 i Ministri delle finanze dell'Eurogruppo hanno approvato il contenuto dell'accordo con la Grecia per una proroga di quattro mesi del programma di aiuti.

<sup>6</sup> Il nuovo atteggiamento nei confronti di Mosca, confermato anche dalla spazio mediatico dato alla visita nella capitale russa del titolare del dicastero degli esteri, rischia di modificare gli equilibri geopolitici nel Mediterraneo orientale. Anche Cipro ha ripreso una politica di maggiore cooperazione con Mosca arrivando a firmare un accordo per la concessione dei porti dell'Isola alla flotta militare russa.

I vari esponenti governativi hanno aggiunto nel dibattito altri temi particolarmente critici: il Primo Ministro ha ammonito Italia e Spagna del possibile rischio contagio in caso di un default della Grecia, il Ministro delle finanze ha evocato lo spettro della crescita del consenso al partito neo nazista Alba Dorata<sup>7</sup>, il Vice Ministro delle finanze ha riaperto lo scontro con la Germania sul tema del mancato pagamento delle riparazioni per i danni provocati dall'occupazione tedesca del paese durante la seconda guerra mondiale<sup>8</sup>, il Ministro della difesa Panos Kamenos ha minacciato di aprire le frontiere orientali del paese per far entrare in Europa milioni di profughi in fuga dalle guerre del Medioriente<sup>9</sup>.

### Il peggioramento della situazione

Mentre si svolge questo braccio di ferro la Grecia sta scivolando verso una drammatica crisi di liquidità. Non potendo più accedere ai prestiti da parte della BCE alle banche greche è rimasto solo il ricorso al programma di Emerging Liquidity Assistance (ELA).

ELA è un programma di emergenza autorizzato dalla BCE per l'erogazione della liquidità a singoli istituti bancari in difficoltà temporanea. La liquidità viene fornita

---

<sup>7</sup> Il Ministro al termine dell'incontro con il suo omologo tedesco Schaeuble del 5 febbraio ha dichiarato ai giornalisti: "Nessuno meglio della Germania può capirci, e sa come una profonda depressione insieme all'umiliazione nazionale e una disperazione senza fine possano contribuire all'ascesa del nazismo. Il terzo partito del parlamento greco è il partito nazista",

<sup>8</sup> La Grecia ha indicato per la prima volta l'importo di cui ritiene essere creditore nei confronti della Germania a titolo di risarcimento per i danni di guerra. Secondo il Vice Ministro delle Finanze Dimitris Mardas la richiesta ufficiale ammonta a 279 miliardi di Euro. Da parte sua la risposta del Vice Cancelliere tedesco è stata laconica: "Francamente lo trovo ridicolo".

<sup>9</sup> Il Ministro, esponente della componente di destra del Governo e noto per le sue posizioni contrarie all'immigrazione, ha dichiarato a The Times (7 aprile 2015): "If Greece is expelled or forced out of the eurozone, waves of immigrants without papers, including radical elements, will stream from Turkey and head towards the heart of the West"

dal sistema delle Banche Centrali al di fuori dei programmi ufficiali di politica monetaria.

ELA viene gestito a livello nazionale dalla Banca centrale del paese interessato ma può essere sospeso dalla BCE, quando il problema cessa di essere una pura questione di deficit temporaneo di liquidità per assumere i contorni di un problema di solvibilità. Proprio per evitare un uso distorto di questo programma la BCE è chiamata a verificare l'andamento dei prestiti concessi, nonché la situazione degli istituti coinvolti.

La BCE ha alzato in aprile il limite massimo dell'importo delle linee di finanziamento che possono essere messe a disposizione degli istituti bancari in difficoltà da parte della Banca Centrale portandolo a 74 miliardi di Euro<sup>10</sup>. Non è escluso però che di fronte all'intransigenza delle autorità elleniche possa decidere di chiudere anche questo canale di approvvigionamento.

Il Governo da parte sua ha varato una nuova misura (20 aprile) che obbliga tutti gli enti locali e gli enti decentrati dello Stato a depositare presso un conto centrale le disponibilità in loro possesso. Con questa mossa – giudicata da molti osservatori come “disperata” - si intende trovare il denaro necessario per far fronte al pagamento degli stipendi e delle pensioni, oltre che a raccogliere la somma da destinare al rimborso della tranche di prestito in scadenza.

Sul piano politico il Governo continua nel tentativo di mantenere le promesse elettorali, assicurando la rimozione dei provvedimenti di blocco dell'importo delle prestazioni concordate dal precedente esecutivo con la Troika e rallentando i tempi delle privatizzazioni<sup>11</sup>.

In ogni caso è abbastanza indicativa del caos in cui regna il paese la revisione delle previsioni del surplus primario

annunciato dal precedente Governo Samaras all'1,5% e ridotto nelle ultime stime a uno 0,3%. Proprio il raggiungimento di un consistente surplus primario era stato utilizzato dal precedente premier per chiedere all'Unione un ammorbidimento delle politiche di rientro dal debito se non, addirittura, un'uscita anticipata dal piano di assistenza. La profonda differenza che si è registrata tra gli annunci e le dichiarazioni sullo stato di salute del bilancio pubblico e la realtà in cui gli stessi si trovano non può che riportare alla mente la manipolazione sistematica che ha giustificato l'entrata nell'euro ma che è però all'origine del disastro in cui si trova il paese.

### Le prospettive

Le prospettive al momento non sono delineate: lo scenario peggiore è quello che si concretizzi la possibilità per la Grecia di dover affrontare un nuovo default. A differenza di quello precedente, febbraio-marzo del 2012, che è stato concordato con i principali creditori questa volta saremmo però di fronte a una situazione non gestita e come tale esposta a ogni possibile degenerazione.

L'eventuale default rappresenterebbe peraltro il primo caso in assoluto di un paese avanzato coinvolto nel mancato rimborso di un prestito concesso dal Fondo Monetario Internazionale.

La funzionalità del FMI si è fondata in tutti questi anni sulla totale solvibilità prestata da tutti i debitori nel rispetto delle scadenze di pagamento e sulla conseguente disponibilità da parte dei paesi creditori nel fornire le risorse necessarie per l'intervento del Fondo. Non a caso il presidente Christine Lagarde ha messo le mani avanti ricordando che mai nessun paese avanzato aveva nemmeno posto il problema del rinvio di una scadenza di rimborso<sup>12</sup>. In questa prospettiva sarebbero pertanto tutte

<sup>10</sup> A questi finanziamenti si devono aggiungere altri 38 miliardi circa ottenuti dalle banche direttamente dalla BCE attraverso il deposito di collaterali ammissibili.

<sup>11</sup> Ha fatto scalpore la revoca delle concessioni alla canadese Eldorado Gold dei diritti di estrazione nel nord del paese.

<sup>12</sup> Nel corso della conferenza stampa tenuta a Washington il 17 aprile 2015 in occasione della sessione primaverile del Fmi, Christine Lagarde ha ammonito la Grecia sul rispetto dei termini del rimborso dovuto. La Lagarde ha ricordato che da

da valutare le ripercussioni sull'operatività e sulla credibilità del Fondo nel caso in cui si verificasse effettivamente il mancato rimborso del prestito da parte di Atene.

Sullo sfondo di questa situazione si pongono scenari ancora peggiori come quello di una possibile uscita della Grecia dall'Euro. Al di là delle dichiarazioni delle varie istituzioni questa prospettiva non può essere esclusa. Vi è poi una soluzione intermedia illustrata in un articolo del columnist del Financial Times Wolfgang Munchau nell'edizione del 19 aprile: *"Greek default necessary but Grexit is not. Defaulting on the IMF and ECB is the only route to short-term relief but nobody has ever done it"*

Anche in questo caso la situazione si presenterebbe però in termini diversi rispetto a quella che abbiamo vissuto negli scorsi anni. Molte cose sono cambiate da quando è scoppiata per la prima volta la crisi nell'Eurozona: oggi opera un'intera gamma di strumenti operativi che possono essere attivati con tempestività dalla Banca Centrale Europea per attenuare l'effetto contagio. Lo stesso programma di quantitative easing in corso prevede la possibilità di acquistare titoli del debito pubblico.

In ogni caso la prospettiva con molta probabilità sarebbe accompagnata da nuovi scenari recessivi che avrebbero come epicentro proprio l'area europea verso la quale si concentra buona parte del patrimonio degli investitori istituzionali.

E' quasi impossibile in questo momento stabilire con assoluta certezza la direzione della crisi e la sua eventuale intensità. Ciò nondimeno sarebbe deleterio minimizzare la portata di quanto potrebbe accadere, cercando di esorcizzare lo scenario negativo. In questo

---

trent'anni neppure alcun paese in via di sviluppo ha mancato questo impegno, e i soli casi verificatisi sono molto circoscritti: Afghanistan, Zimbabwe, Somalia.

senso rimbomba il silenzio assordante di gran parte dell'industria della gestione.

Ciò detto oggi i portafogli che abbiamo potuto esaminare non hanno al loro interno una componente di titoli sovrani greci né presentano un'esposizione verso emittenti appartenenti al sistema bancario ellenico: è quindi da escludere la presenza di effetti diretti. Allo stesso tempo però il campo degli effetti indiretti appare vasto e molto concentrato sull'Eurozona, e potrebbe verosimilmente esprimersi sia in termini di volatilità dei mercati che di impatto sui rendimenti.

Per far fronte a questo rischio la strategia più efficiente è quella di assumere la plausibilità di un evento avverso e approfondire di conseguenza i temi di monitoraggio. La redazione di questo documento rientra a proposito nell'ambito delle azioni intraprese da BM&C. Si segnala inoltre come i report mensili del portafoglio che vengono rilasciati agli utenti del servizio di financial risk management sulla base della nuova reportistica contengono uno stress test sull'intero portafoglio condotto sulla base dell'ipotesi di un deterioramento della situazione greca.



- 
- 20/04/2015 Grecia - Varata una norma che obbliga tutti gli enti locali e gli enti decentrati dello Stato a depositare presso un conto centrale le disponibilità in loro possesso
  - 17/04/2015 Grecia - Nel corso della conferenza stampa a termine dell'Assemblea del FMI Christine Lagarde ha ammonito la Grecia sul rispetto dei termini dei prossimi rimborsi in scadenza
  - 15/04/2015 Grecia - Standard & Poor's declassa il rating sovrano, portandolo da B- a 'CCC+'
  - 09/04/2015 Grecia - Rimborsata la rata in scadenza del prestito FMI (450 mln Euro)
  - 29/03/2015 Grecia - Il Governo promette alla UE un piano di nuovi interventi tra cui la conferma della privatizzazione del Porto del Pireo
  - 17/03/2015 Grecia - Il Governo rivede l'entità del surplus primario per il 2014 dall'1,5% del PIL a solo lo 0,3%
  - 27/02/2015 Grecia - Il Bundestag vota a larga maggioranza per il via libera all'accordo raggiunto tra la Grecia e la Ue
  - 20/02/2015 Grecia - I Ministri delle finanze dell'Eurogruppo approvano l'accordo con la Grecia per una proroga di quattro mesi del programma di aiuti
  - 05/02/2015 Grecia - La BCE rimuove la deroga che ha permesso alle banche di ottenere prestiti dall'Istituto ponendo come collaterale titoli di qualità inferiore a quella prevista
  - 27/01/2015 Grecia - Trovato l'accordo per il nuovo Governo. Syriza sceglie il partito di destra ANEL fortemente anti europeista
  - 25/01/2015 Grecia - Il risultato elettorale premia Syriza come primo partito
  - 29/12/2014 Grecia - Dopo tre votazioni non si forma la maggioranza parlamentare per l'elezione del nuovo Capo dello Stato. Come prevede la Costituzione viene sciolto il Parlamento
  - 09/12/2014 La Borsa di Atene perde il 12 dopo che il primo ministro Samaras ha annunciato di voler anticipare l'elezione del nuovo capo dello Stato rischiando di andare a nuove elezioni politiche