

LA GRECIA E LA PERDITA DI SOVRANITÀ SUL DEBITO PUBBLICO NAZIONALE

Breve storia del grande trasferimento dei rischi sul debito greco dalle banche *core* verso i governi nazionali dell'Eurozona.

di *Marcello Minenna*

1. Premessa

La crisi del debito greco è oramai entrata nel suo settimo anno e non ci sono miglioramenti all'orizzonte. Nel gennaio 2010 il governo greco ufficializzava l'inaffidabilità dei suoi metodi di contabilizzazione del *deficit*, con l'emersione di un buco superiore al 15% del PIL, provocando un balzo del debito pubblico dal 113% al 130%. *De facto* l'ammanco finanziario poneva seri dubbi sul rifinanziamento del debito nei mesi futuri ed innescava la prima crisi di fiducia sul debito di un Paese sviluppato ed appartenente all'Eurozona. A febbraio 2010, il FMI in coordinamento con le autorità sovranazionali europee (Commissione Europea, BCE) (la c.d. *Troika*) concordava una linea di azione con il governo greco, basata su un doppio binario: da un lato la massiccia erogazione di prestiti in *tranches* periodiche, tali da consentire il pagamento degli interessi ed il regolare *roll-over* del debito, dall'altro una serie di progressivi interventi di *austerità* volti al riequilibrio delle finanze pubbliche, da attuare attraverso aumenti massicci di tasse e drastici tagli alla spesa pubblica (tagli di stipendi, riduzione del pubblico impiego, tagli alle pensioni ed aumento dell'età pensionabile).

La "cura *Troika*" alla Grecia era iniziata: qual è stato l'esito? Chiaramente, dipende dagli obiettivi: se si ritiene che l'obiettivo della *Troika* fosse quello di risanare le finanze pubbliche e riportare il debito su una traiettoria sostenibile, si dovrebbe registrare una disfatta su tutta la linea. Infatti ad inizio 2015 il rapporto Debito / PIL si avvicina al 180% del PIL nonostante un'imponente ristrutturazione nel 2012⁽¹⁾ abbia sfiorato il valore del debito per quasi 100 miliardi di €, ed il *deficit* nominale supera ampiamente il 10%. Questo disastro è da imputare essenzialmente alla rovinosa caduta del PIL, che si è contratto di quasi il 25% in 5 anni riducendo la base imponibile, con le conseguenze conosciute in termini di disoccupazione⁽²⁾ e disagio sociale. Dunque da questo punto di vista, l'*austerità* è chiaramente fallita.

Tuttavia è da un altro punto di vista che vogliamo analizzare l'evoluzione della crisi greca: la gestione del rischio da parte dei grandi sistemi bancari creditori della Grecia (principalmente di Francia e Germania). Da questa prospettiva, i risultati della *Troika* si sono rivelati più che brillanti, ed hanno consentito il completo trasferimento dei rischi sui governi (ed in ultima analisi sui contribuenti) dell'Eurozona. I paragrafi seguenti presentano l'evidenza empirica a supporto di questa tesi.

2. L'evoluzione del debito greco nel periodo pre-crisi ed il ruolo delle banche internazionali (2002-2008)

In maniera simile all'Italia, nel 2001 la Grecia entra nell'Euro con un rapporto Debito / PIL superiore al 100%; l'ipotesi di lavoro alla base della speciale malleabilità di ingresso è che il debito sia posto nel futuro in una traiettoria di rientro "ragionevolmente" costante. Negli anni successivi però, a differenza dell'Italia il governo greco non

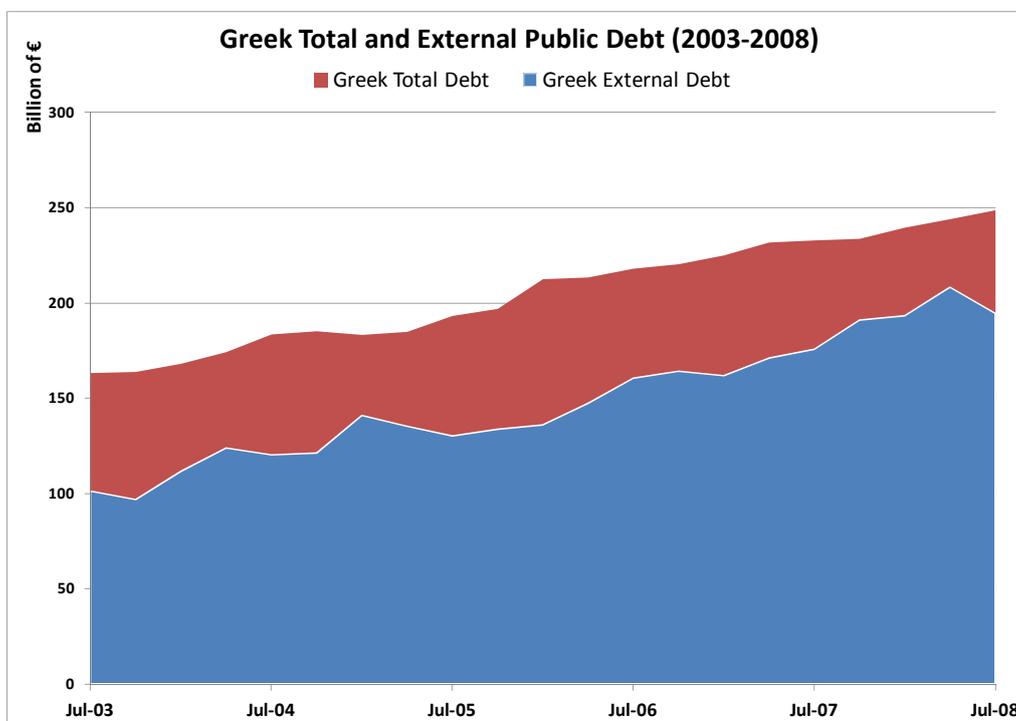
⁽¹⁾ Greek PSI (Private Sector Involvement) – marzo 2012.

⁽²⁾ I dati ufficiali sul tasso di disoccupazione si aggirano ad inizio 2015 intorno al 25%, rimanendo sotto controllo principalmente per una riduzione della forza lavoro, mentre la disoccupazione giovanile supera da anni il 50%.

provvede a tenere sotto controllo il *deficit* annuo, che veleggia ampiamente nel periodo 2002-2007 intorno al 5% del PIL; il rapporto Debito / PIL resta comunque sotto controllo per via della forte espansione dell'economia, trainata dagli investimenti pubblici (soprattutto militari) e dai consumi privati.

L'ingresso nell'Euro comporta un classico processo di "europeizzazione" del debito pubblico, fenomeno sperimentato dalla totalità dei Paesi aderenti alla moneta unica. La convergenza finanziaria dei tassi di rendimenti dei titoli governativi comporta infatti un'omogeneizzazione del debito greco con quello dell'Eurozona ed una sua diffusione nei bilanci delle banche comunitarie; di conseguenza le banche europee tendono a diversificare i titoli governativi in portafoglio nella presunzione che questi siano attività perfettamente sostituibili (avere lo stesso rendimento implica quotare lo stesso prezzo), con un rischio di credito trascurabile. Si osservi a tal proposito la Figura 1⁽³⁾, in cui si rappresenta l'andamento del debito pubblico greco in valore assoluto, con evidenza della quota di debito detenuta all'estero: sebbene storicamente nel periodo pre-Euro il debito greco sia stato detenuto per la quasi totalità dal sistema bancario nazionale, nel periodo di strisciante normalità della moneta unica l'esposizione estera risulta preponderante, mentre il debito passa da poco più di 150 miliardi a 250 miliardi di €.

Figura 1 – Andamento del Debito Pubblico Greco con evidenza della componente esterna (2002-2008)



La Figura 2⁽⁴⁾ ci da evidenza dello stesso fenomeno in termini percentuali: si noti come la quota estera del debito pubblico greco passi dal 59% del 2003 all'85% del 2008.

Anche il peso del sistema bancario greco nella detenzione del debito si riduce progressivamente, con una riduzione dello *stock* complessivo di titoli governativi nazionali in portafoglio di circa 20 miliardi di € ed una crescita moderata di titoli di stato europei ed extra-UE (cfr. Figura 3⁽⁵⁾).

⁽³⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

⁽⁴⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

⁽⁵⁾ Fonte: Bank of Greece - Eurosystem.

Figura 2 – Decomposizione percentuale dell'andamento del Debito Pubblico Greco con evidenza della componente esterna (2002-2008)

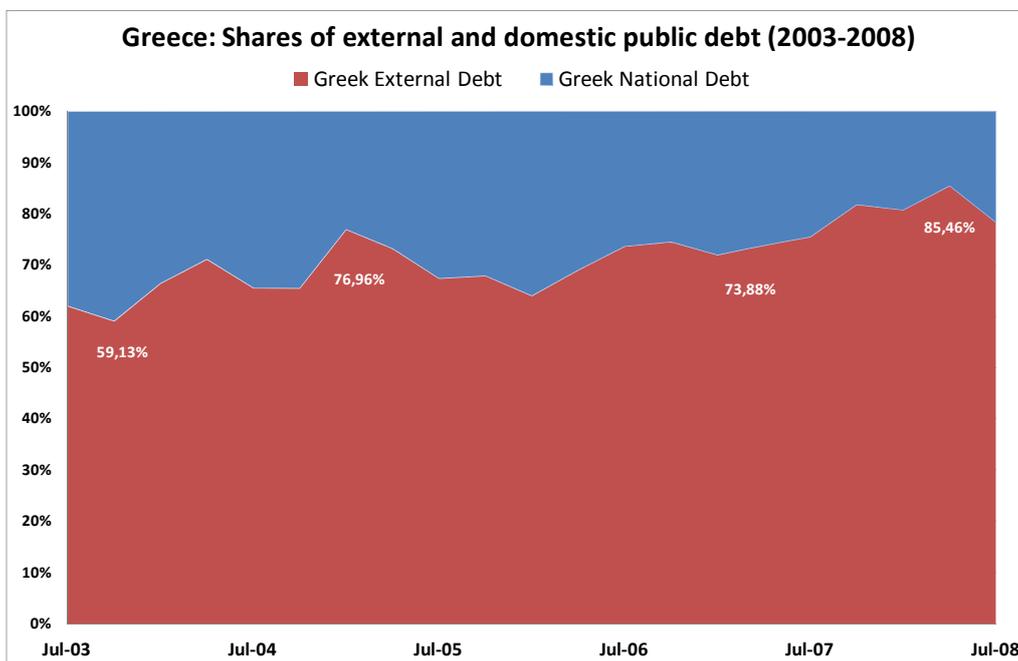
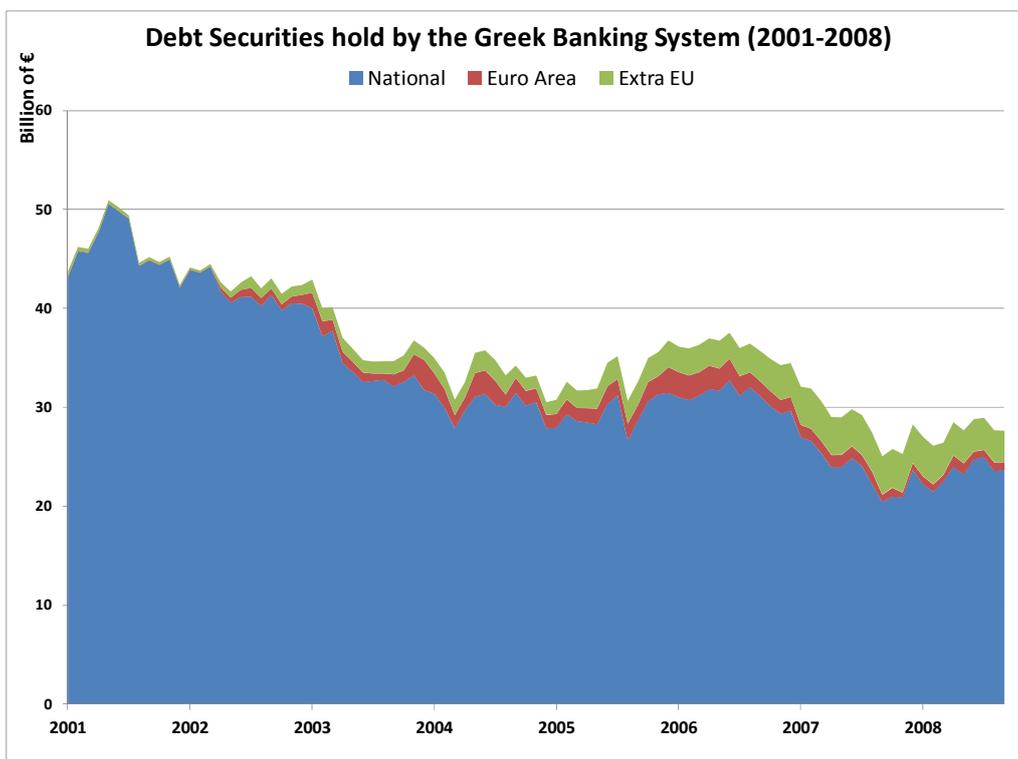


Figura 3 – Titoli governativi detenuti dal sistema bancario greco (decomposizione per area di origine 2001-2008)



Dal punto di vista della gestione del debito dunque, la Grecia non presenta particolari anomalie fino al 2008 e condivide i principali fenomeni in atto all'interno dell'Eurozona; gli alti *deficit* di bilancio sono controbilanciati da una forte espansione economica che tiene sotto controllo il rapporto Debito / PIL intorno al 100%. I problemi seri per l'economia greca iniziano con il fallimento di *Lehman Brothers* e l'arrivo della recessione globale in Europa: con la struttura economica sbilanciata sul turismo ed il commercio marittimo internazionale, la Grecia risente maggiormente dell'arresto del ciclo economico mondiale. Il PIL 2009 si contrae del -4,4% in linea con le

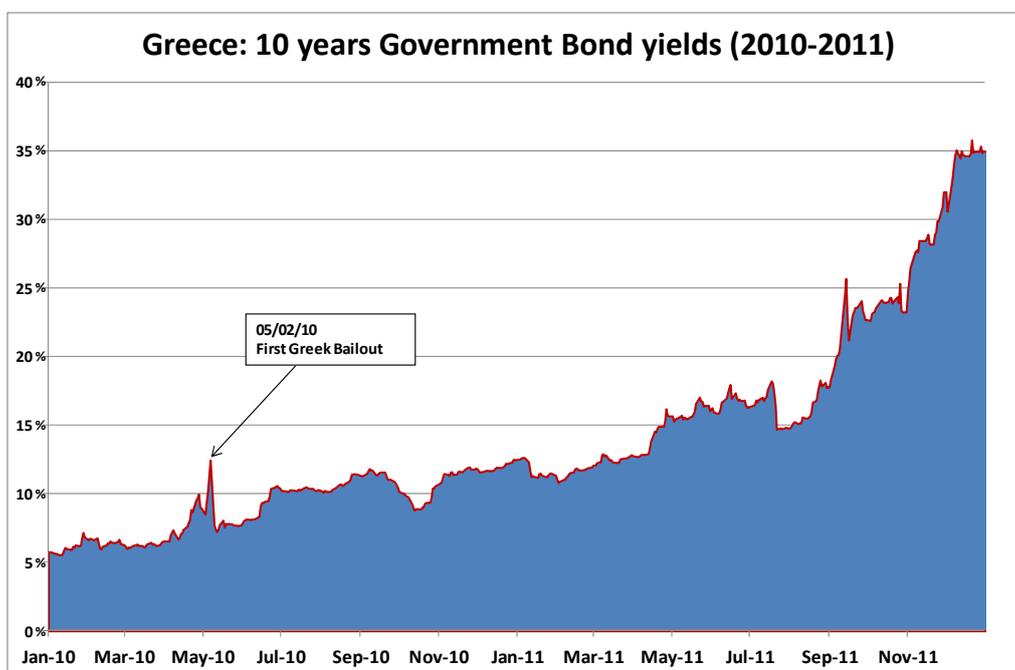
principali economie d'Europa, ma il crollo è contenuto soltanto attraverso un'ulteriore espansione del *deficit* di bilancio, che pone le basi per la crisi di fiducia sul debito di inizio 2010.

3. Il primo salvataggio internazionale (2010-2012)

3.1. Il processo di nazionalizzazione del debito

Nel gennaio 2010 il governo Papandreou, entrato in carica pochi mesi prima, ufficializza la presenza di procedure di contabilizzazione distorte che sottostimavano sistematicamente il *deficit*. Il valore previsto per il 2009 viene rivisto al rialzo (con dichiarazioni progressive) dal 6% fino al 15,7%, creando un fabbisogno imprevisto di cassa di 35 miliardi di €, da finanziare con emissioni supplementari di debito. Il debito greco, da una stima incorretta del rapporto Debito / PIL del 113% passa al 130%, con proiezioni per il 2010 che si spingono fino al 145% del PIL. Il mercato reagisce con una vendita massiccia di titoli sul mercato secondario che spinge i rendimenti impliciti in fortissimo rialzo, su una traiettoria esponenziale (cfr. Figura 4⁽⁶⁾).

Figura 4 – Andamento del rendimento dei titoli governativi greci a 10 anni (2010-2011)



Nonostante il Parlamento passi in pochi mesi durissime misure di *austerità*⁽⁷⁾ per 5 miliardi di €, il mercato le ignora e attraverso il *sell-off* costringe il governo greco a ricorrere agli aiuti concordati pochi mesi prima con il FMI, la BCE e la Commissione Europea. Il 2 maggio 2010 la Grecia ottiene 110 miliardi di € di aiuti internazionali in cambio dell'adozione di ulteriori misure di *austerità*; i fondi verranno erogati gradualmente nell'arco dei due anni successivi⁽⁸⁾, anche se la prima *tranche* verrà utilizzata quasi esclusivamente per garantire 11,3 miliardi di € di *roll-over* del debito in scadenza proprio a maggio 2010 ed evitare così il *default*.

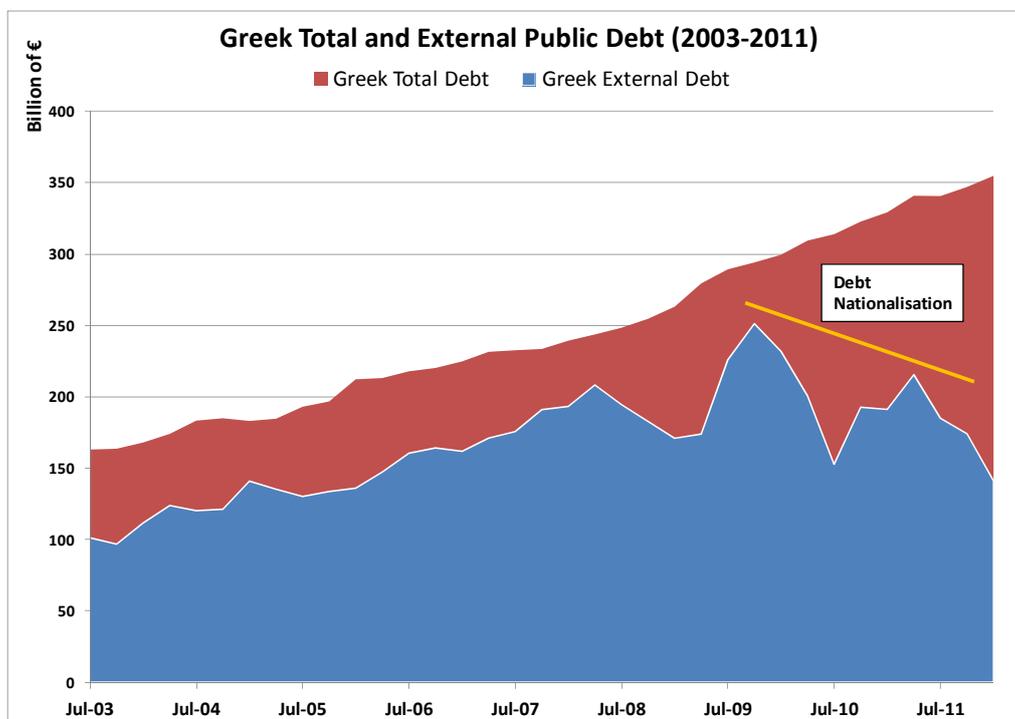
⁽⁶⁾ Fonte: Bloomberg Data Provider.

⁽⁷⁾ "Economy Protection Bill" (marzo 2010) – Le misure includevano tra l'altro: taglio dei salari pubblici del 7%, aumento dell'IVA su tutti gli scaglioni di circa 1,5% punti percentuali, aumento della tassa sui carburanti del 15%, aumento delle tasse sulle automobili di importazione del 30%.

⁽⁸⁾ "First Economic Adjustment Programme for Greece" - a maggio 2010 il governo greco riceve 20 miliardi di €, di cui 5,5 dal FMI e 14,5 miliardi per il tramite di prestiti bilaterali (Greek Loan Facility) da parte degli Stati membri. Il 13 settembre viene erogata la seconda

A partire dal 2010 e nel corso dei 2 anni successivi si notano importanti cambiamenti nella struttura del debito greco, mentre i tassi di interesse continuano a salire incessantemente nonostante i pacchetti di misure di austerità e l'erogazione costante di prestiti (cfr. ancora Figura 4).

Figura 5 – Andamento del Debito Pubblico Greco con evidenza della componente esterna (2002-2011)



Com'è evidente dall'analisi della Figura 5⁽⁹⁾, c'è un rapido disimpegno degli investitori esteri dal debito greco, che viene quasi integralmente sottoscritto per le nuove emissioni dal sistema bancario nazionale. Sono proprio le banche greche a richiedere in asta incrementi sempre più elevati dei tassi di rendimento, a parziale compensazione dei costi crescenti di *funding* sul mercato *repo* derivanti dalla perdita di valore degli *asset* in portafoglio⁽¹⁰⁾. L'ammontare complessivo del debito continua a crescere fino a raggiungere il valore di 350 miliardi nel febbraio 2012; questo comporta che la quota di debito detenuta dal sistema finanziario greco raggiunge il 60% del totale (cfr. Figura 6⁽¹¹⁾).

Ad ulteriore verifica, si consideri l'ammontare di titoli governativi detenuta dal sistema bancario greco (cfr. Figura 7⁽¹²⁾). Il *trend* di nazionalizzazione del debito con defilamento degli investitori internazionali è ancora una volta più evidente.

Figura 6 – Decomposizione percentuale dell'andamento del Debito Pubblico Greco con evidenza della componente esterna (2002-2011)

tranche di 6,5 miliardi di €. La terza tranche di 6,5 miliardi è erogata il 18 gennaio 2011. 10,9 miliardi sono sborsati il 16 marzo 2011. La tranche più elevata di 48 miliardi nel luglio 2011. L'ultima tranche di 8 miliardi di € arriva nel dicembre 2011.

⁽⁹⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

⁽¹⁰⁾ Questo meccanismo dell'aumento dei rendimenti in asta alimentato dalla nazionalizzazione del debito pubblico è descritto in dettaglio in Minenna M. "La Moneta Incompiuta" Edizioni Ediesse, 2013.

⁽¹¹⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

⁽¹²⁾ Fonte: Bank of Greece - Eurosystem.

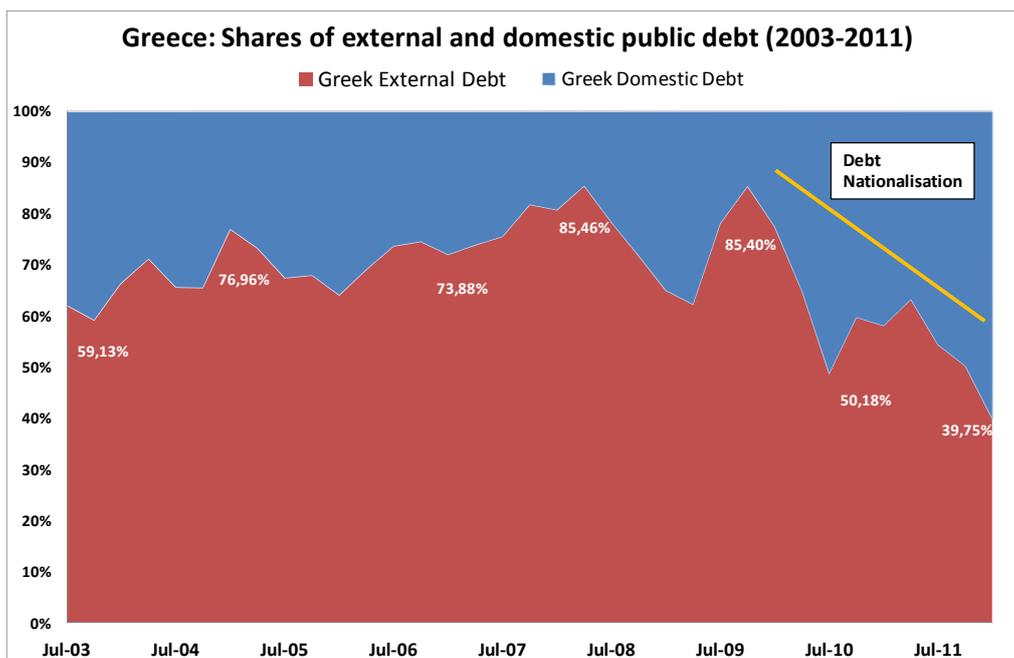
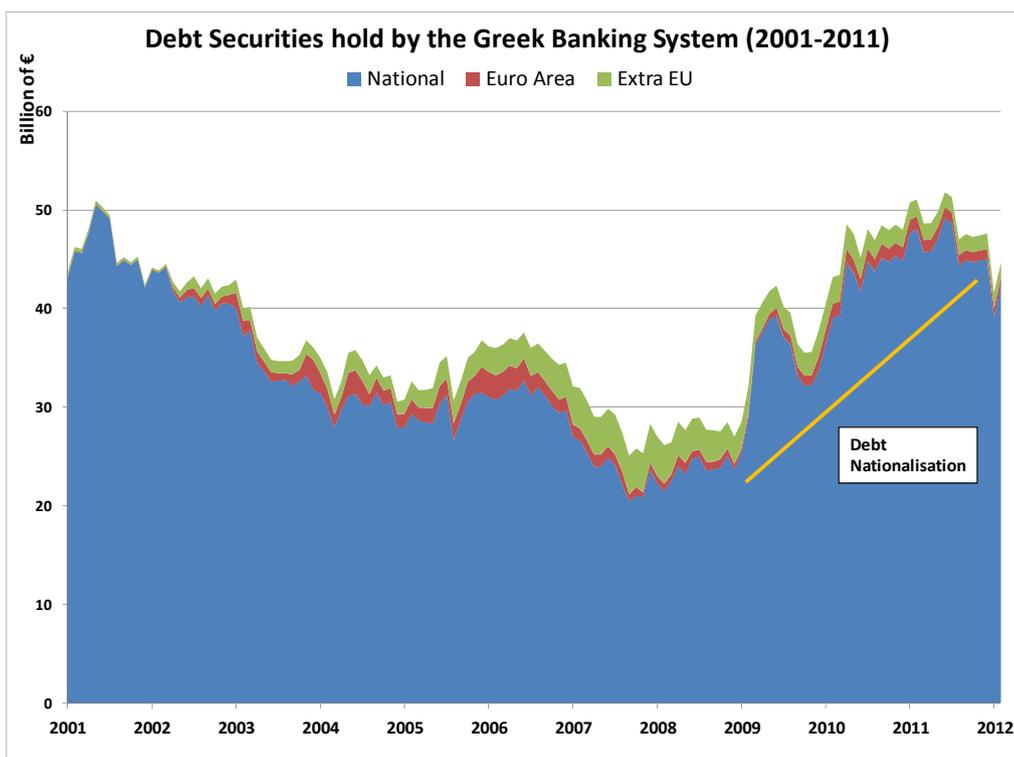


Figura 7 – Titoli governativi detenuti dal sistema bancario greco (decomposizione per area di origine 2001-2011)



3.2. Il “defilamento” degli investitori istituzionali e l’ingresso dei governi nel rischio Grecia

A questo stadio dell’analisi è ora possibile approfondire l’attitudine degli investitori internazionali nel periodo di crisi, considerando non solo la loro esposizione verso il debito governativo ma anche verso il sistema bancario greco e le imprese non finanziarie, definendo in questa maniera un rischio Grecia complessivo. La Figura 8 visualizza l’esposizione dei principali sistemi bancari mondiali nei confronti della Grecia, attraverso una decomposizione per Paese nel periodo 2010 – 2011. A fine 2010 i primi 9 sistemi bancari erano esposti per quasi 120 miliardi di €: nel corso dei successivi 12 mesi c’è una riduzione consistente degli investimenti dall’estero, che

si riducono di oltre il 30% sotto la soglia di 80 miliardi € (cfr. Figura 8⁽¹³⁾). Tale decremento è principalmente attribuibile alla vendita sul mercato secondario dei titoli governativi greci (cfr. Figura 9⁽¹⁴⁾).

Figura 8 – Esposizione dei principali sistemi bancari mondiali al rischio Grecia (decomposizione per Paese 2010-2011)

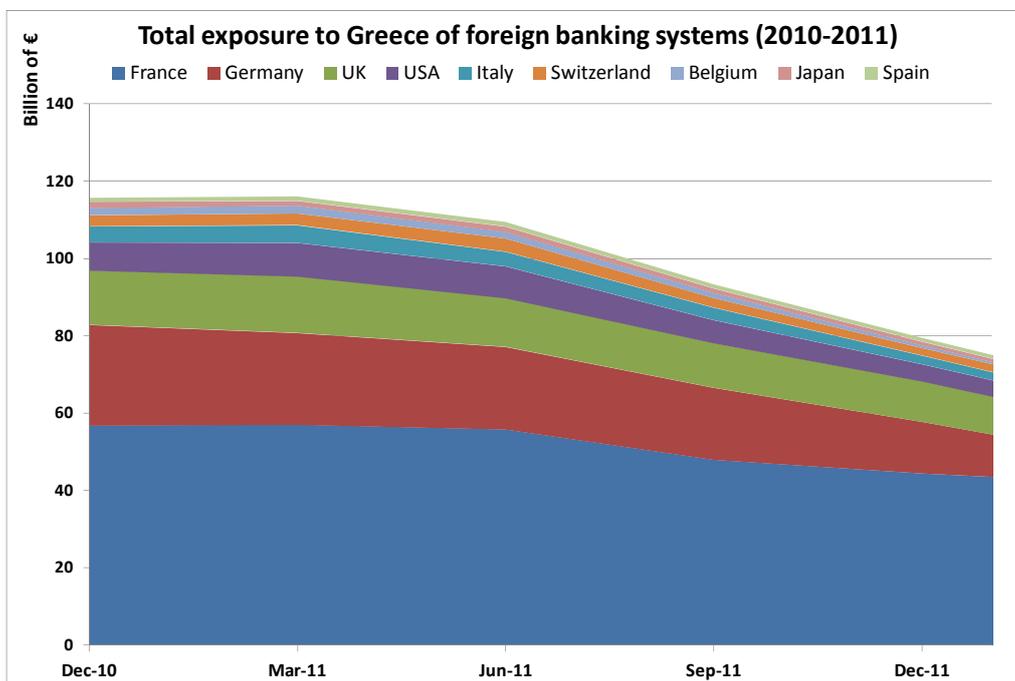
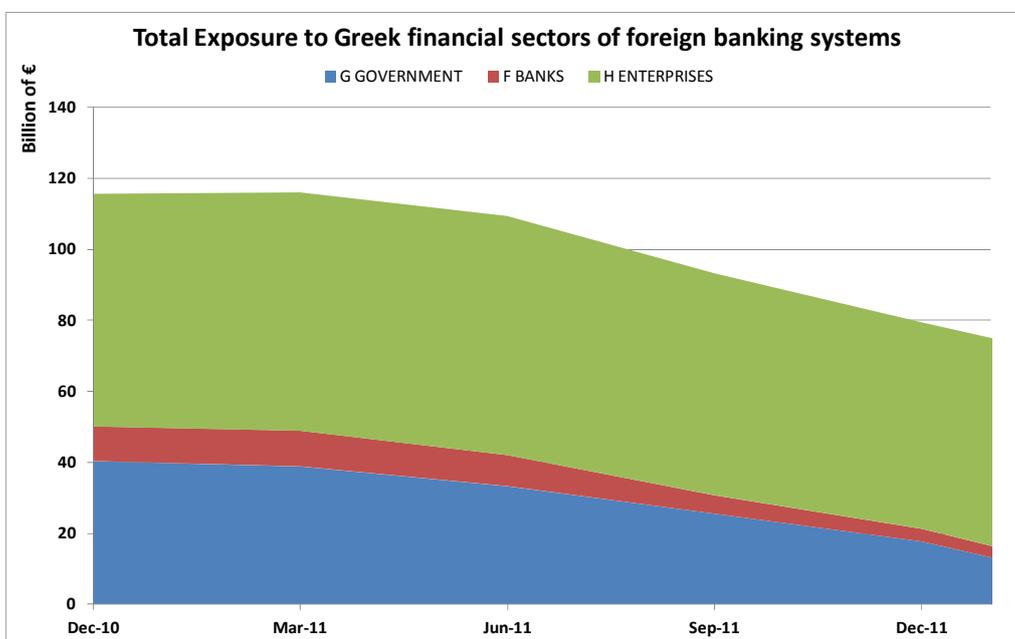


Figura 9 – Esposizione dei principali sistemi bancari mondiali al rischio Grecia (decomposizione per asset class 2010-2011)



(13) Fonte: Bank for International Settlement.

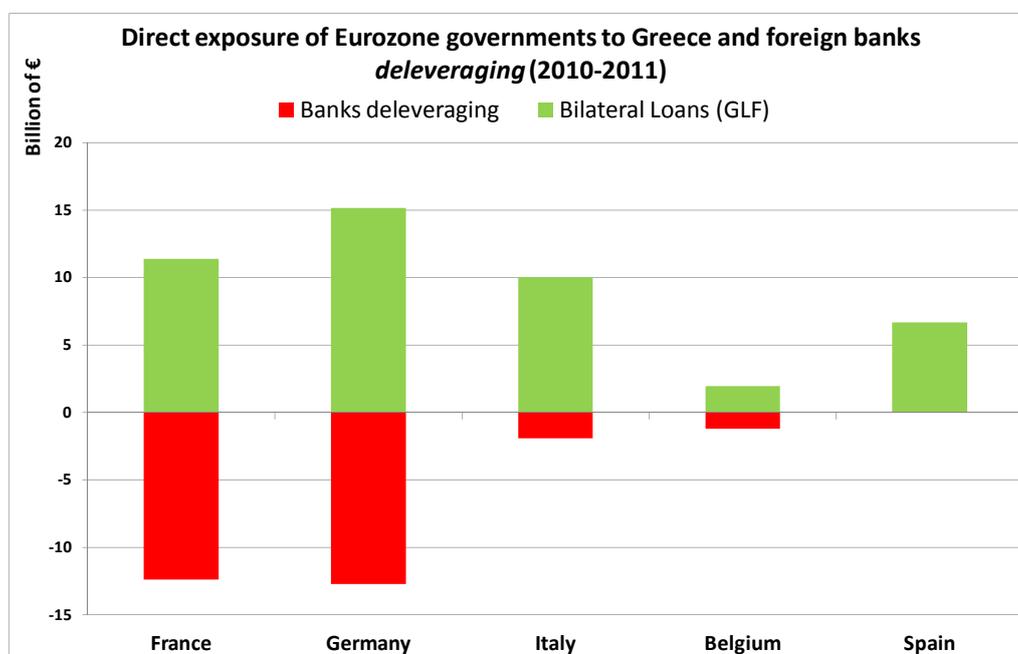
(14) Fonte: Bank for International Settlement.

Nel dettaglio, i sistemi bancari francese e tedesco contano per oltre i 2/3 del totale. Significativa è anche la presenza anglosassone, con più di 20 miliardi in investimenti nell'economia greca delle banche USA ed UK. Risibile invece appare l'esposizione degli altri grandi Paesi periferici, come Italia e Spagna.

In questo biennio si è comunque realizzato uno *shift* del rischio dal settore privato verso il settore pubblico per via del crescente impegno da parte dei governi dell'Eurozona attraverso i prestiti bilaterali (la c.d. *Greek Loan Facility*), ma con connotazioni asimmetriche. A tal proposito si rammenta come nell'ambito del primo programma di aiuti alla Grecia, sono stati concordati prestiti bilaterali con i vari membri dell'Eurozona, in proporzione al peso economico all'interno dell'unione. La Germania ha erogato 15,1 miliardi, la Francia 11,38, l'Italia 10, la Spagna 6,6 miliardi di €.

Si osservino dunque i risultati in Figura 10⁽¹⁵⁾ che rappresentano nello stesso grafico la riduzione dell'esposizione delle banche dei principali Paesi dell'Eurozona (*banks deleveraging*) nel periodo 2010-2011 e i prestiti bilaterali registrati nella *Greek Loan Facility*.

Figura 10 – Esposizione diretta dei principali governi dell'Eurozona e deleveraging dei relativi sistemi bancari nazionali (2010-2011)



È immediato notare come l'impegno diretto dei governi di Francia e Germania sembra in una certa misura "parificare" il defilamento dei rispettivi sistemi bancari dal rischio Grecia. Il fenomeno insolito riguarda i Paesi periferici, dove si nota un contributo netto positivo dei governi anche di una certa entità (10 miliardi per l'Italia), non controbilanciato dalla riduzione di esposizione delle proprie banche, che era già da subito trascurabile.

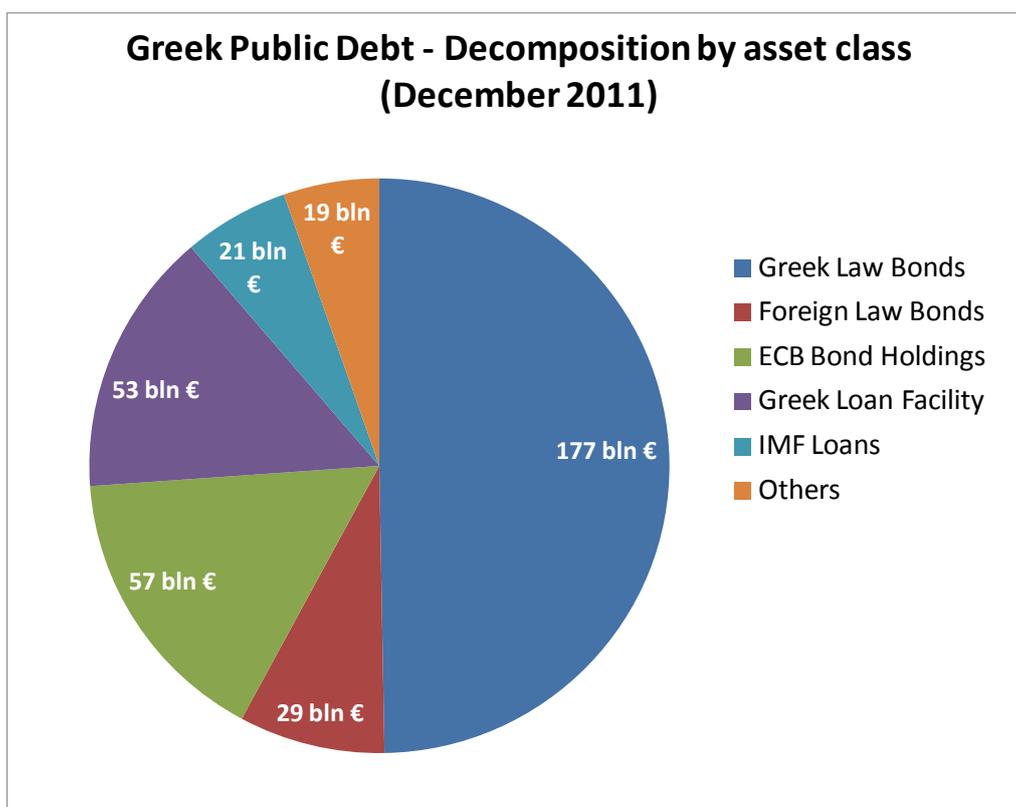
Vedremo in seguito come questo fenomeno sia destinato ad ingigantirsi per l'ingresso del Fondo Salva-Stati (EFSF) nell'acquisto della maggioranza del debito greco emesso post-ristrutturazione. Anche il Fondo EFSF esporrà, anche se indirettamente, i governi dell'Eurozona al rischio Grecia: ma questo ci pone già nel periodo successivo alla ristrutturazione del debito greco, evento che verrà affrontato in dettaglio nel prossimo paragrafo.

⁽¹⁵⁾ Fonte: Bank for International Settlement e Commissione Europea.

4. Lo swap sul debito del marzo 2012 e la ricapitalizzazione fittizia del sistema bancario greco

Il continuo deterioramento dell'economia greca nel corso del 2011⁽¹⁶⁾ rende evidente a tutti gli attori in scena (governo greco, Commissione Europea, FMI, BCE) il fatto che, una volta esauriti i flussi finanziari connessi al primo *bailout* del maggio 2010, il governo non sarebbe in grado di produrre risorse per proseguire il *roll-over* del debito nel corso del 2012. La *Troika* decide comunque di riproporre il dubbio schema prestito-*monstre* + programmi di *austerity*, considerando stavolta anche l'eventualità di un coinvolgimento del settore privato attraverso una ristrutturazione concordata del debito. Come illustrato in Figura 11⁽¹⁷⁾, a fine 2011 circa 200 miliardi di titoli governativi (oltre il 60% del debito totale) sono nelle mani di investitori privati, mentre l'impegno dell'Eurozona si attesta a circa 110 miliardi di €.

Figura 11 – Decomposizione per asset class del debito pubblico greco (dicembre 2011)



Ci sono dunque i margini di manovra per impostare un programma di ristrutturazione che punti a ridurre del 50% il valore nominale dei titoli in possesso del settore privato. Il PSI (*Private Sector Involvement*) viene annunciato nel febbraio 2012 in concomitanza con un ulteriore prestito di 130 miliardi di € da parte dell'EFSF e del FMI (per la quota parte di 23 miliardi di €), nonché un nuovo programma⁽¹⁸⁾ di *austerity*. Dal punto di vista tecnico, il PSI si configura come uno *swap* con cui il vecchio titolo governativo dal valore nominale di 100€ viene sostituito

⁽¹⁶⁾ Nel corso del 2011 il PIL Greco si contrae del -7,9%; la produzione industriale declina del -28,4% rispetto al 2005. 111.000 imprese vanno in fallimento mentre la disoccupazione cresce al 19,9% entro dicembre 2011.

⁽¹⁷⁾ Fonte: Commissione Europea.

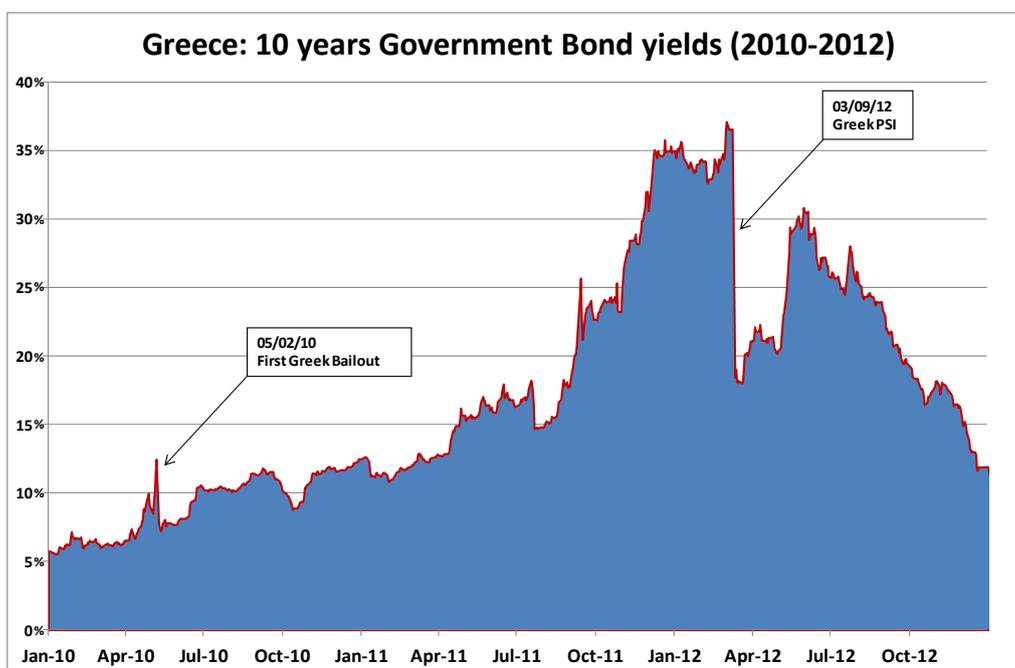
⁽¹⁸⁾ Quinto pacchetto di *austerity*: prevede il taglio del salario minimo del 22%, il licenziamento di 150.000 impiegati pubblici, tagli pensionistici per 300 milioni di €, tagli alla sanità ed alla difesa, liberalizzazione del mercato del lavoro per facilitare il licenziamento per causa economica, privatizzazioni per 15 miliardi entro il 2015, tra cui notabilmente spicca quello delle compagnie pubbliche del gas.

da una combinazione di *bond* EFSF a breve termine con valore facciale di 15€ e da *bond* a lungo termine con valore facciale di 31,5€. Come conseguenza, l'investitore aderente allo *swap* accetta una perdita in termini di valore nominale del 53,5%⁽¹⁹⁾; il valore di mercato dei nuovi *bond* invece si riduce di circa il 75%, in considerazione delle più lunghe scadenze decise dal governo greco (vita media 9 anni).

Circa l'85% dei possessori di titoli di diritto nazionale accetta immediatamente i termini dello scambio; il restante 15% viene coinvolto forzatamente nello *swap* attraverso l'applicazione retroattiva di clausole speciali di azione collettiva (meglio conosciute come CAC: *collective action clauses*). Il 70% dei possessori di titoli di diritto estero sottoscrive volontariamente le condizioni del governo greco. Nel complesso, il 97% del debito ristrutturabile viene nei fatti ristrutturato, causando una riduzione netta di debito di 92 miliardi di €.

Il successo nell'esecuzione tecnica dello scambio e l'ampio coinvolgimento volontario delle controparti di mercato provocano una reazione positiva nell'andamento dei titoli governativi sul mercato secondario (cfr. Figura 12⁽²⁰⁾) quantificabile in un ribasso di oltre 15 punti percentuali.

Figura 12 – Andamento del rendimento dei titoli governativi greci a 10 anni (2010-2012)



Nel maggio 2012, nuove elezioni in Grecia provocano un riacutizzarsi delle tensioni, connesse con la minaccia della *Troika* alle forze politiche greche di sospendere l'erogazione cadenzata dei prestiti; tuttavia l'esito elettorale rassicurante⁽²¹⁾ (quantomeno per i creditori) e la copertura dell'EFSF durante le aste per il rifinanziamento a breve termine del debito provocano il raffreddamento dei rendimenti, che tornano nel *range* del 10% per la fine del 2012. Nel corso dei due anni successivi, il progressivo congelamento della gran parte del debito greco nel

⁽¹⁹⁾ Infatti $31,5 \text{ €} + 15 \text{ €} = 46,5 \text{ €}$ di valore nominale dei nuovi titoli in cambio del vecchio titolo con valore nominale di 100 €. Dunque la perdita è data dalla differenza tra il valore nominale dei vecchi titoli (100) ed il valore nominale dei nuovi (46,5), i.e. $100 - 46,5 = 53,5 \text{ €}$.

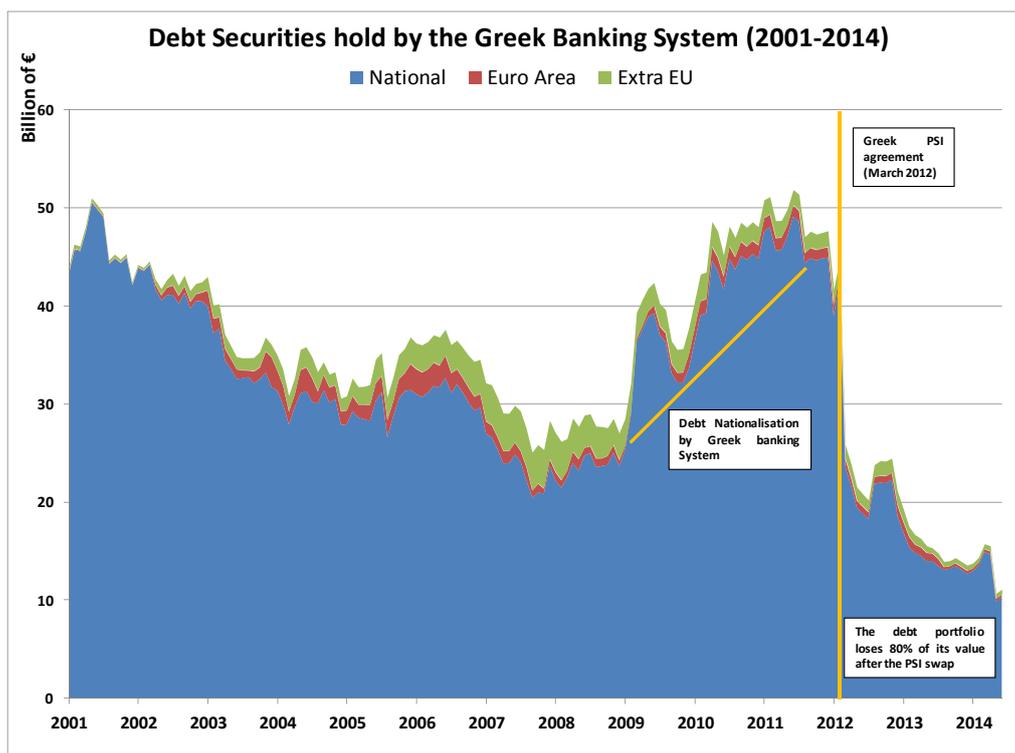
⁽²⁰⁾ Fonte: Bloomberg Data Provider.

⁽²¹⁾ Antonis Samaras, il presidente di "Nuova Democrazia" diventa il 17 giugno 2012 il nuovo Primo Ministro della Grecia. Oltre a ratificare l'accordo di febbraio 2012, Samaras si impegna al varo di un ulteriore pacchetto di *austerità* dal peso di 13,5 miliardi di € entro la fine del 2012.

bilancio dell'EFSF e la connessa rarefazione degli scambi sul mercato secondario renderanno le dinamiche dei rendimenti poco rappresentative dello stato di salute della finanza pubblica greca (cfr. § 5).

Dall'analisi dei fatti emerge come il PSI greco non abbia coinvolto il debito in possesso degli investitori istituzionali (BCE, FMI, governi dell'Eurozona), preservando il valore nominale dei prestiti⁽²²⁾. Gran parte del peso di riduzione del debito è stato sostenuto dal sistema bancario greco, che ha accusato perdite complessive per circa 40 miliardi di € (cfr. Figura 13⁽²³⁾).

Figura 13 – Titoli governativi detenuti dal sistema bancario greco (decomposizione per area di origine 2001-2014)



All'indomani del PSI si poneva dunque urgente il problema della ricapitalizzazione del sistema bancario greco, già appesantito da anni di crescita delle sofferenze e di riduzione del valore dell'attivo a causa della recessione globale. Un indicatore importante, che diventerà chiave nel capire le dinamiche del processo di ricapitalizzazione delle banche greche, è rappresentato dall'andamento dei c.d. *Deferred Tax Assets* (DTA).

I DTA sono una particolare posta dell'attivo bancario rappresentata da crediti fiscali condizionali; in sostanza questi crediti nascono quando le banche pagano più tasse del dovuto nei confronti del governo e vengono autorizzate a compensarli in futuro, se e quando avranno di nuovo dei debiti nei confronti dell'autorità fiscale. Si consideri che in periodi di normalità economica queste poste rappresentano una frazione trascurabile nell'attivo bancario. Tuttavia in periodi di crisi tale voce tende ad assumere dimensione di rilievo al crescere del peso delle sofferenze nel bilancio bancario; infatti le sofferenze qualificano crediti che si sono deteriorati ed i crediti a loro volta derivano da ricavi che le banche non hanno incassato ma su cui hanno pagato le tasse. Di conseguenza su questi ricavi mancati le banche hanno indebitamente trasferito fondi al fisco ed hanno diritto ad un credito fiscale

⁽²²⁾ Unica eccezione: nell'ottobre 2011 è stata concordata tra il governo greco e la *Troika* una riduzione del tasso di interesse di 150 punti base sui prestiti bilaterali relativi alla Greek Loan Facility.

⁽²³⁾ Fonte: Bank of Greece - Eurosystem.

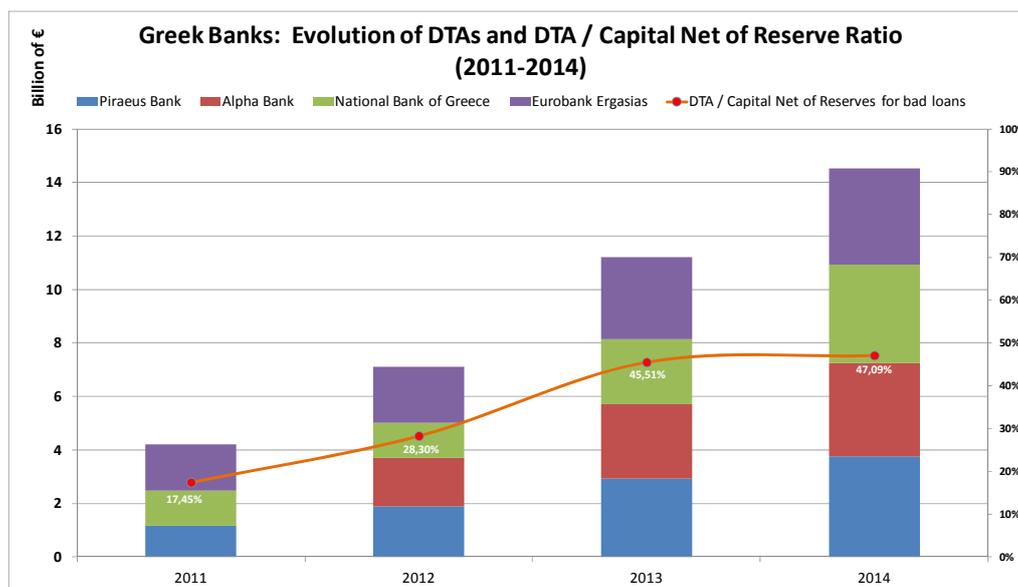
in compensazione. Il credito è però condizionale, cioè può essere effettivamente riscosso in forma di riduzione delle tasse da pagare solo in presenza di un utile d'impresa superiore ad una determinata soglia; se la banca entra in una spirale negativa e comincia a registrare perdite, è evidente che il valore di questi crediti condizionali si abbassa di molto perché non è chiaro se e quando la banca potrà recuperarli.

Poiché sono crediti fiscali condizionali, i DTA non concorrono a definire il patrimonio di vigilanza della banca (CT1, *Core tier 1*) e vanno obbligatoriamente dedotti in sede di bilancio⁽²⁴⁾. Di contro, la normativa di Basilea III ammette che vengano considerati al 100% nella formazione del CT1 i crediti fiscali certi (DTC, *Deferred Tax Credits*), cioè i crediti che non sono sottoposti alla condizionalità di avere un conto economico in attivo.

In Grecia, la crescita delle DTA all'interno dei bilanci bancari è rappresentativa dell'aumento vertiginoso delle sofferenze, dovuto al collasso del sistema manifatturiero delle PMI greche a partire dal 2009. Questi crediti contabili sono diventati in fretta di scarso valore ed un peso nei bilanci bancari per le ragioni già illustrate: erano difficilmente esigibili nel breve-medio periodo e non concorrevano alla determinazione del patrimonio di vigilanza all'interno del quadro legislativo internazionale di Basilea III.

Si consideri a titolo illustrativo l'andamento delle DTA in valore assoluto e rispetto al capitale (al netto degli accantonamenti per sofferenze) delle 4 principali banche greche (cfr. Figura 14⁽²⁵⁾).

Figura 14 – Ammontare totale e percentuale rispetto al Capitale netto dei Deferred Tax Assets nei bilanci delle principali banche greche (2011-2014)



Dall'analisi della Figura 14 emerge nettamente l'allarmante peso che assumono i DTA rispetto al capitale delle banche, con una crescita evidente proprio tra il 2012 e il 2013, quando sono stati contabilizzati gli effetti del PSI.

Nel corso del 2012, l'EFSF ha erogato 25 miliardi di € di prestiti finalizzati alla ricapitalizzazione del sistema bancario greco. In sinergia con quest'intervento, la normativa comunitaria nel giugno 2013⁽²⁶⁾ apre uno spiraglio alla conversione dei DTA nei bilanci bancari in DTC attraverso la modifica delle normative nazionali, avallando

⁽²⁴⁾ Basel III "A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems", par. 69.

⁽²⁵⁾ Fonte: Consolidated Balance Sheets - Piraeus Bank, Alpha Bank, National Bank of Greece, Eurobank Ergasias.

⁽²⁶⁾ Capital requirements regulation and directive (CRR/CRD IV) - Regulation (EU) No 575/2013.

di diritto una prassi avviata dal governo italiano già a fine 2011⁽²⁷⁾. Risulta immediato l'impatto che questa normativa può avere nel rafforzare i bilanci bancari, accrescendo il capitale netto e valorizzando delle poste di attivo che altrimenti sarebbero di dubbio valore prospettico: tra il 2012 ed il 2013 Spagna⁽²⁸⁾, Portogallo⁽²⁹⁾ ed infine la Grecia⁽³⁰⁾ hanno utilizzato questa mallea normativa per favorire la ricapitalizzazione dei propri sistemi bancari.

Appare altresì chiaro come questa trasformazione dei DTA in DTC rappresenti un aggravio per la finanza pubblica nel momento in cui le banche dovessero reclamare per cassa questi crediti. In realtà la normativa "scoraggia" la liquidazione dei DTC e la loro circolazione al di fuori del singolo gruppo bancario, ponendo l'applicazione di onerosi fattori di sconto in sede di conversione⁽³¹⁾. Peraltro nel caso della Grecia, dove il sistema bancario è nei fatti completamente nazionalizzato, il governo può evidentemente mettere in atto un'efficace politica dissuasiva sulle richieste di liquidazione dei DTC.

Il PSI di marzo 2012 rappresenta dunque una svolta strutturale nella gestione dei rischi legati al debito pubblico greco: all'ingresso massiccio dell'EFSF corrisponde ad un netto defilamento degli investitori privati (esteri e nazionali). Nel prossimo paragrafo verrà prodotta abbondante evidenza empirica a supporto di questa tesi.

5. *L'abbandono delle banche internazionali ed l'accollo dei rischi da parte dei governi dell'Eurozona (2012-2015)*

Dopo la riduzione netta di debito dovuta alla PSI, il debito pubblico greco ha ripreso immediatamente a crescere, sebbene ad un tasso inferiore rispetto al periodo precedente. Ad inizio 2015 il controvalore complessivo del debito si attestava intorno ai 315 miliardi di €: un valore inferiore rispetto al picco di 350 miliardi di febbraio 2012, ma sicuramente superiore al dato post-ristrutturazione. Questa dinamica, unitamente al *pattern* di contrazione del PIL (nella misura del -6% annuo nel biennio 2012-2014) ha portato all'esplosione del rapporto Debito / PIL fino al valore record del 175% nel 2014: un risultato certamente ben diverso dalle aspettative della *Troika*⁽³²⁾.

Il periodo 2012-2014 è caratterizzato da interessanti modifiche nella struttura del debito, apprezzabili a colpo d'occhio attraverso la Figura 15⁽³³⁾ e la Figura 16⁽³⁴⁾.

⁽²⁷⁾ Legge 27 dicembre 2013, n.147 (cd. "Legge di Stabilità 2014"), in materia di trasformazione delle imposte differite.

⁽²⁸⁾ Royal Decree-Law 14/2013, of 29 November.

⁽²⁹⁾ Law no. 61/2014, adopting an optional special regime for deferred tax assets ("DTA") arising from the non-deduction of expenses and negative variations.

⁽³⁰⁾ Article 5 of Law 4303/2014.

⁽³¹⁾ In questi termini, i DTC si differenziano dalla c.d. "moneta fiscale", rappresentata da crediti fiscali *forward* che il governo emette nella prospettiva di una loro esplicita circolazione all'interno del sistema finanziario.

⁽³²⁾ Le stime della Troika prevedevano che a fine 2014 il rapporto Debito / PIL dovesse assestarsi abbondantemente al di sotto del 160%.

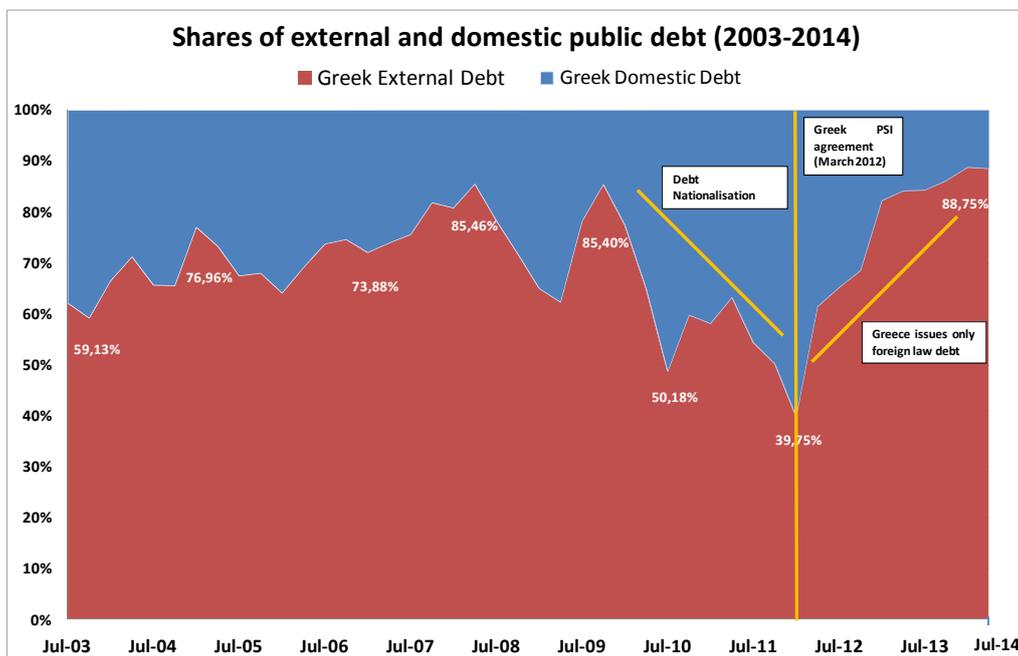
⁽³³⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

⁽³⁴⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

Figura 15 – Andamento del Debito Pubblico Greco con evidenza della componente esterna (2002-2014)



Figura 16 – Decomposizione percentuale dell'andamento del Debito Pubblico Greco con evidenza della componente esterna (2002-2014)



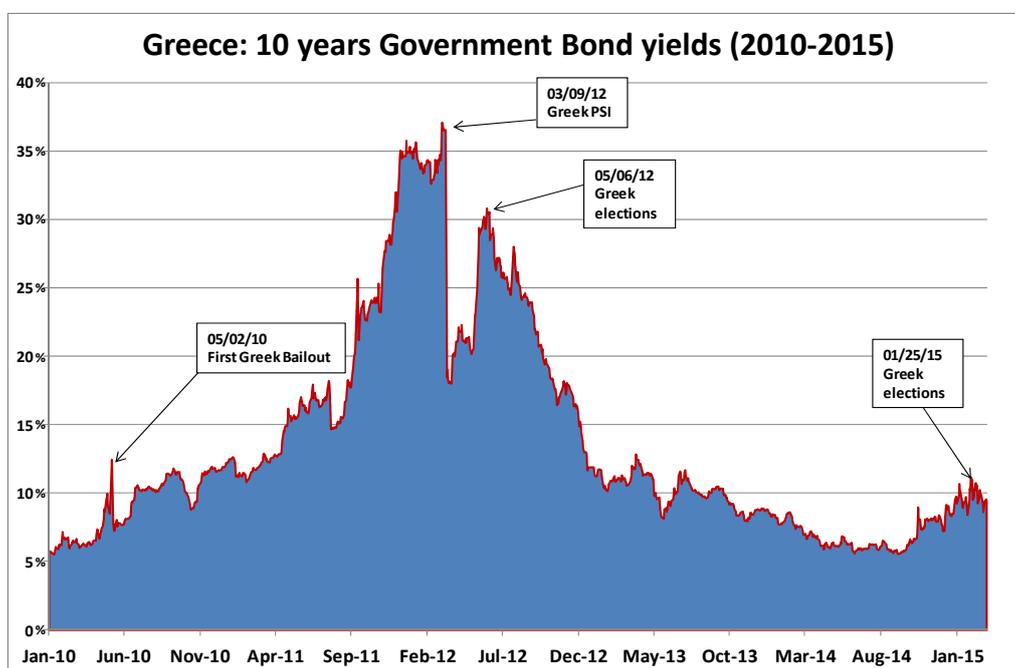
Si nota la crescita improvvisa della componente estera del debito, cresciuta fino a quasi il 90% nel 2014. Quello che accade è che dall'avvio del secondo programma di aggiustamento, il governo greco emette debito che viene quasi integralmente acquistato dal Fondo EFSF in aste "back to back" a rendimenti calmierati.

Questo debito è di diritto estero e sottratto sostanzialmente alla sovranità nazionale: per intendersi la Grecia non potrebbe applicare unilateralmente degli *haircut*, come è accaduto durante il PSI sul 15% del debito di diritto nazionale. Inoltre nel caso in cui la Grecia dovesse uscire dall'Euro e tornare ad un valuta nazionale non sarebbe

possibile ridenominare questo debito (*lex monetae*) ottenendo dei benefici in termini di svalutazione reale. Anche la quota di prestiti EFSF erogata in occasione del PSI è soggetta a legge estera: questo spiega l'improvviso aumento (in rosso) della componente estera del debito nei mesi immediatamente successivi alla ristrutturazione del debito.

Come già anticipato in § 4, lo scudo EFSF in asta arresta la speculazione al rialzo sui rendimenti “togliendo ossigeno” al mercato a causa dell'assottigliamento degli scambi, indipendentemente dal rischio di credito percepito sul debito greco e dalle dinamiche macroeconomiche sottostanti. La Figura 17⁽³⁵⁾ conferma quanto affermato: i rendimenti dei titoli governativi greci sono scesi in maniera continuativa fino a fine 2014 e solo i recenti sviluppi connessi con l'evoluzione politica (ovvero la nomina del nuovo governo guidato da Tsipras) hanno rinfocolato, peraltro in maniera blanda, le tensioni sul mercato secondario.

Figura 17 – Andamento del rendimento dei titoli governativi greci a 10 anni (2010-2014)



Nel nuovo contesto post-PSI si accentuano dunque le dinamiche di fuga degli investitori privati dal debito greco, ma anche dai sistemi bancario e manifatturiero. La Figura 18⁽³⁶⁾ visualizza l'esposizione dei principali sistemi bancari mondiali nei confronti della Grecia, attraverso una decomposizione per Paese nel periodo 2010 - 2014. Si era già notato come a fine 2010 i primi 9 sistemi bancari fossero esposti per quasi 120 miliardi di € e come nel corso dei successivi 12 mesi ci fosse stata una riduzione consistente degli investimenti dall'estero per oltre il 30%. Nei mesi post ristrutturazione, la fuga diventa precipitosa: a fine 2012 il sistema bancario internazionale ha ridotto la propria esposizione sul rischio Grecia per oltre l'80%, scendendo a soli 20 miliardi di €. In questo massivo *sell-off* di attività finanziarie greche, si nota la scomparsa dal portafoglio delle banche internazionali di titoli governativi ed obbligazioni bancarie; i prestiti alle imprese, che avevano tenuto fino al momento della ristrutturazione, subiscono anch'essi una durissima contrazione (cfr. Figura 19⁽³⁷⁾).

⁽³⁵⁾ Fonte: Bloomberg Data Provider.

⁽³⁶⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

⁽³⁷⁾ Fonte: Bank for International Settlement.

Figura 18 – Esposizione dei principali sistemi bancari mondiali al rischio Grecia (decomposizione per Paese 2010-2014)

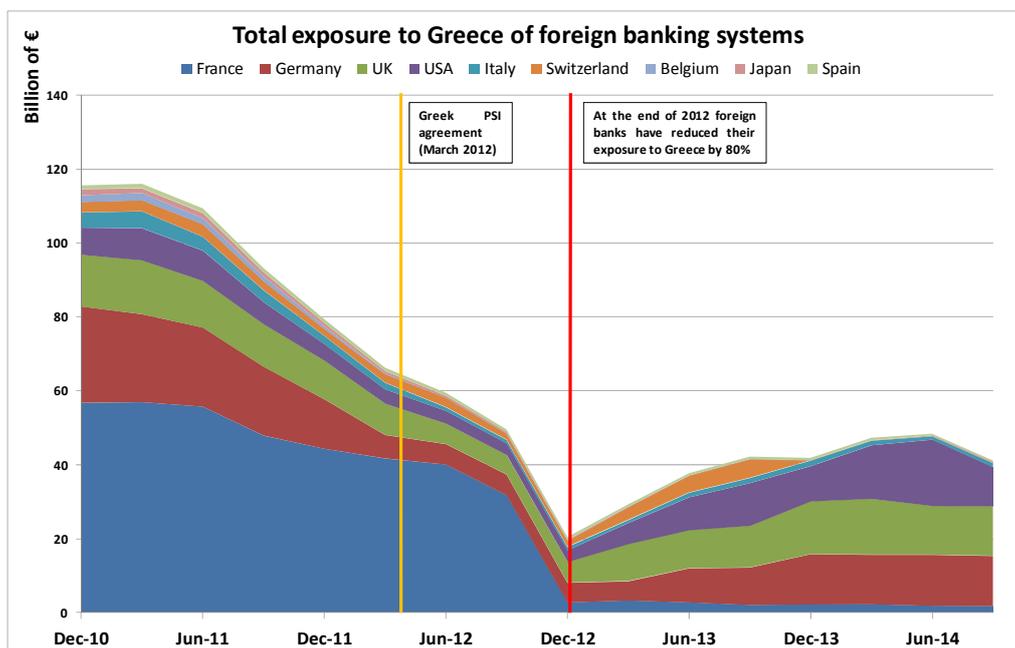
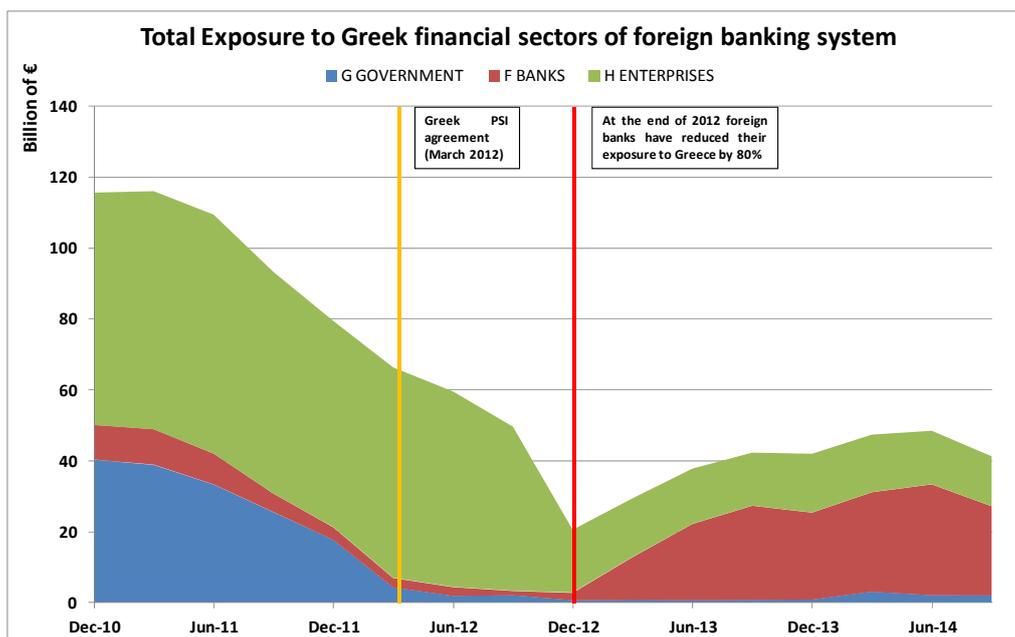


Figura 19 – Esposizione dei principali sistemi bancari mondiali al rischio Grecia (decomposizione per asset class 2010-2014)



Un commento a parte merita quello che è successo nel biennio 2012-2014: la normalizzazione delle condizioni finanziarie in tutta l'Eurozona e la stabilità politica in Grecia hanno riportato ad un modesto afflusso di capitali, non in grado comunque di ripristinare il livello di investimenti precedente. Si nota come alcuni sistemi bancari fortemente esposti nel periodo pre-ristrutturazione, come quello francese, hanno abbandonato il mercato greco mentre le banche USA, UK ed in parte quelle tedesche sono rientrate, principalmente acquistando obbligazioni bancarie (probabilmente a prezzi grandemente sottovalutati). Il livello di finanziamento alle imprese resta immutato ad un livello molto basso. Il livello di esposizione del sistema bancario italiano rimane sempre trascurabile lungo tutto il periodo.

Attraverso un *focus* sui dati relativi ai principali *player* privati sul mercato greco (Francia e Germania), è possibile confermare appieno la visione d'insieme (cfr. Figura 20⁽³⁸⁾ e Figura 21⁽³⁹⁾). Le banche francesi liquidano entro il 2012 la totalità della loro posizione ed abbandonano il mercato greco; le banche tedesche azzerano le posizioni in titoli governativi e bancari a fine 2012, ma mantengono una quota di investimenti nel settore non finanziario. Successivamente, si nota un rinnovato interesse tedesco per le obbligazioni bancarie ed una timida ripresa anche negli investimenti nell'economia reale greca, anche se il livello complessivo è fermo al 60% dell'esposizione registrata nel 2010.

Figura 20 – Esposizione del sistema bancario francese al rischio Grecia (decomposizione per asset class 2010-2014)

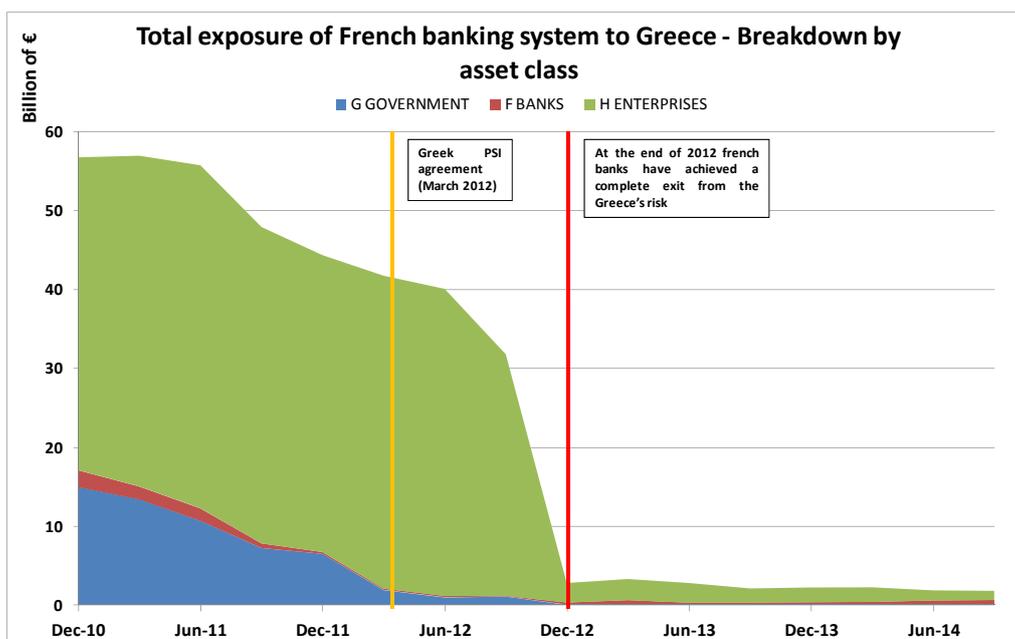
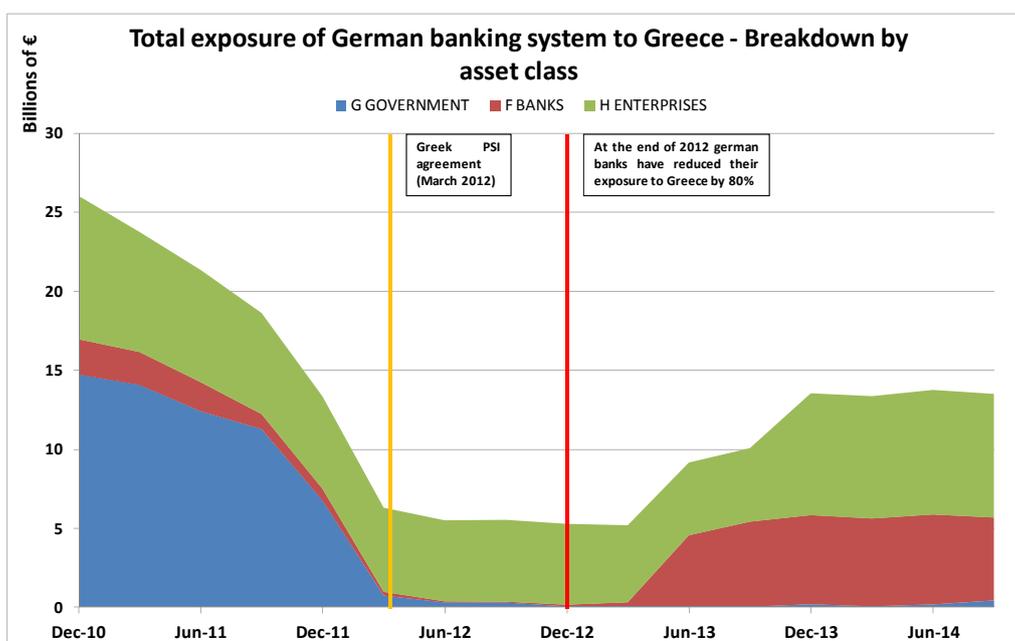


Figura 21 – Esposizione del sistema bancario tedesco al rischio Grecia (decomposizione per asset class 2010-2014)

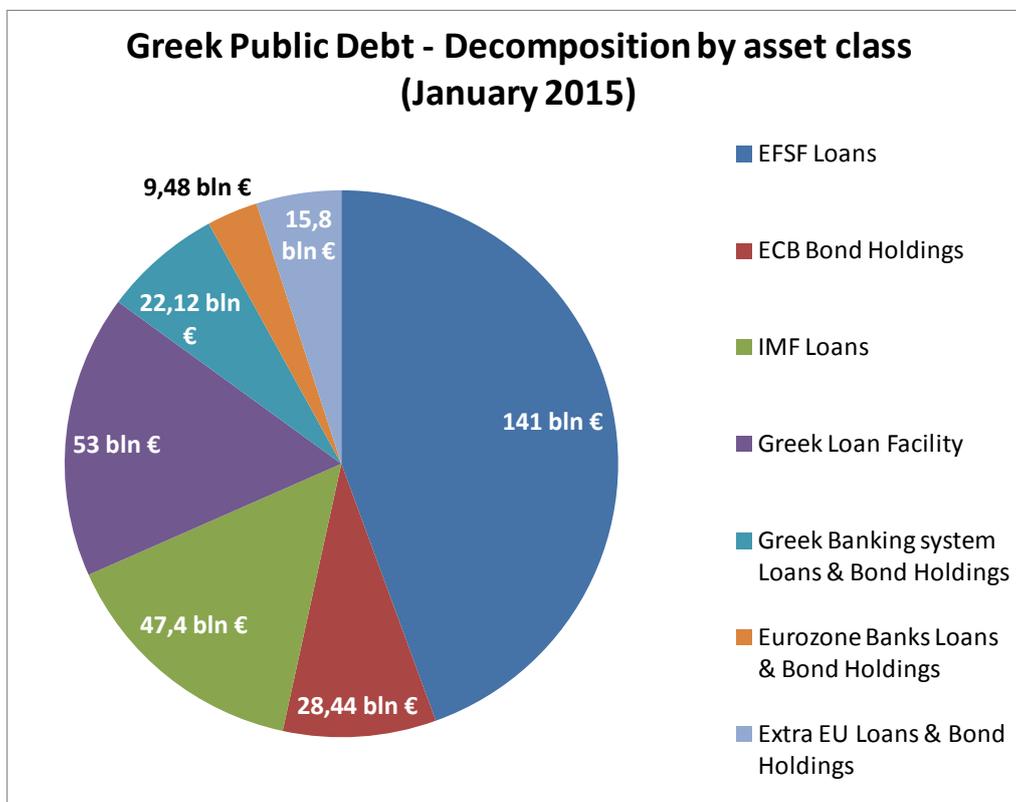


(38) Fonte: Bank for International Settlement.

(39) Fonte: Bank for International Settlement.

In definitiva, ad inizio 2015, la struttura del debito greco risulta profondamente modificata, con "l'estinzione" degli investitori privati e la presenza massiccia degli enti sovranazionali (cfr. Figura 22⁽⁴⁰⁾).

Figura 22 – Decomposizione per asset class del debito pubblico greco (gennaio 2015)



La riaccensione delle tensioni tra la *Troika* ed il nuovo governo greco circa la prosecuzione del programma di aggiustamento nel febbraio 2015, ha riportato l'attenzione sul tema e si è finalmente evidenziato⁽⁴¹⁾ come la strategia della *Troika* abbia ottenuto il completo trasferimento del rischio del debito greco dagli investitori privati agli enti sovranazionali ed ai governi dell'Eurozona.

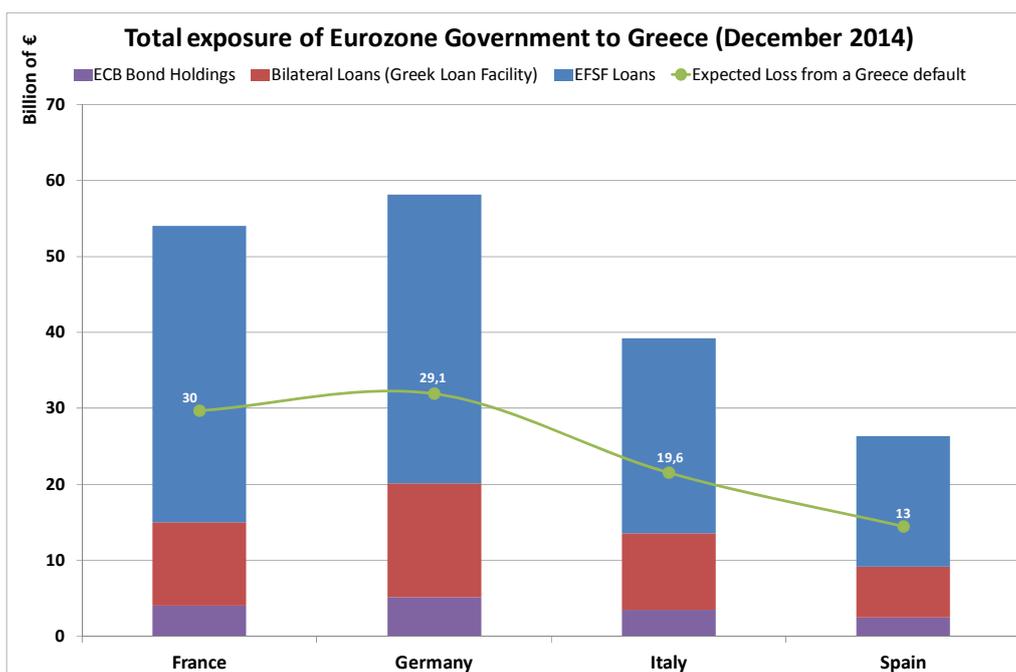
Per capire meglio le cifre in gioco, è possibile effettuare una stima. In questa prospettiva, poiché l'EFSF è garantito integralmente dagli stessi governi che hanno erogato i prestiti bilaterali, ed anche la BCE ha la copertura delle banche centrali dell'Eurosistema, è possibile calcolare il rischio complessivo a cui ogni singolo Paese dell'Eurozona è esposto attraverso le istituzioni comunitarie (cfr. Figura 23⁽⁴²⁾). Se la Grecia dovesse unilateralmente scegliere la via della ristrutturazione del debito o addirittura l'abbandono dell'area valutaria unica, queste perdite potenziali si trasformerebbero in ingenti perdite effettive (linea verde in Figura 23).

⁽⁴⁰⁾ Fonte: Commissione Europea.

⁽⁴¹⁾ L'argomento ha ricevuto una certa risonanza sui media nazionali. Ad esempio, si veda M.Minenna "L'Europa alla tedesca: rischi condivisi (ma i vantaggi corrono a senso unico)" – Corriere della Sera 16 febbraio 2015.

⁽⁴²⁾ Fonte: Commissione Europea.

Figura 23 – Esposizione totale dei governi dell'Eurozona al rischio Grecia (dicembre 2014)



Sicuramente Germania e Francia mostrano una perdita attesa più elevata per via del maggiore impegno assunto dai loro governi e banche centrali; però non ci si può esimere dal notare come soltanto 4 anni fa i sistemi bancari di questi Paesi fossero esposti al rischio Grecia per oltre 80 miliardi di €. Dunque i rischi del settore privato franco-tedesco sono stati trasferiti ai propri governi soltanto per il 60%, mentre il restante rischio è stato assorbito da Italia, Spagna ed a seguire dagli altri Paesi dell'Eurozona, cioè da Paesi che nel 2010 avevano un'esposizione trascurabile attraverso il settore bancario.

6. Conclusioni

A marzo 2015 i timori per una *Grexit* che riaccenda la fase acuta della crisi dell'Eurozona sono più alti che mai; l'estensione di 4 mesi del programma di assistenza concessa al governo greco tampona soltanto le necessità finanziarie immediate e non offre prospettiva ai fini di una soluzione positiva della crisi. Indicatori fino a pochi mesi fa in condizioni normalizzate, quali il livello di depositi nel sistema bancario greco o il saldo *Target 2* sono tornati a peggiorare in maniera consistente; la Grecia sta subendo un nuovo violento deflusso di capitali, che al momento è compensato soltanto dai trasferimenti dalla linea di liquidità di emergenza della BCE (ELA – *Emergency Liquidity Assistance*). L'utilizzo di questi fondi è strutturalmente transitorio e non si può protrarre a lungo; tuttavia qualsiasi condizionalità posta dalla *Troika* sull'accesso all'ELA potrebbe lasciare il sistema bancario greco insolvente nell'arco di pochi giorni e questo equivarrebbe ad un'espulsione forzosa della Grecia dall'Eurozona⁽⁴³⁾. Una *Grexit* non sarebbe affatto indolore per il resto dell'Eurozona: se è vero che il settore privato franco-tedesco è riuscito ad effettuare un'efficace *deleveraging* all'interno della cornice di *austerity* dettata dalla *Troika*, l'esposizione del settore pubblico è cresciuta di pari passo, riguardando anche Paesi storicamente estranei ad un coinvolgimento forte nel rischio Grecia, come Italia e Spagna.

Il recente QE avviato dalla BCE va interpretato in questo contesto come un'opportuna valvola di sicurezza di cui sia i governi, sia il Fondo EFSF potrebbero avere bisogno per gestire i flussi di liquidità connessi all'eventuale

⁽⁴³⁾ Senza liquidità a disposizione da restituire ai depositanti, in caso di probabile *bank run* la Banca Centrale greca potrebbe essere costretta ad emettere nuovi strumenti di pagamento (IOUs) senza nessun *back-up* BCE che diventerebbero assimilabili *de facto* alle prime "nuove dracma".

crisi greca. Anche in questo caso, tuttavia, sembra che l'Eurogruppo si sia indirizzato verso un percorso di nazionalizzazione dei rischi⁽⁴⁴⁾, che getta ombre lunghe sul futuro dell'unione monetaria.

7. Referenze

Aitor Erce, (2012) "Selective Sovereign Defaults," Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 127, Federal Reserve Bank of Dallas.

Bassanini F., Del Bufalo G., Masera R., Minenna M., Reviglio E., Zadra G., (2014) "Quantitative Easing, Structured Finance and Support to the Real Economy Proposals on ABS", *working paper*, SSRN 2527807.

Bini Smaghi, Lorenzo, (2011) "Private sector involvement: From (good) theory to (bad) practice". Speech at the Reinventing Bretton Woods Committee, Berlin, 6 June 2011.

Broner, Fernando, Martin, Alberto, and Jaume Ventura, (2006) "Sovereign Risk and Secondary Markets," *American Economic Review*, 100(4): 1523-55.

Buchheit, Lee C., and Mitu Gulati, (2000) "Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges", 48 *UCLA Law Review* 59-89.

Chalk, Nigel and Richard Hemming, (2000) "Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice." IMF Working Paper No. 00/81.

Cline, William, (2011) "Sustainability of Greek Public Debt" Peterson Institute Policy Brief 11-15, October 2011.

Cruces, Juan J., and Christoph Trebesch., (2013) "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts," *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3): 86–118.

Das, Udaibir, Papaioannou, Michael, and Christoph Trebesch, (2012) "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts." IMF Working Paper 12/203.

Dooley, Michael, (1989) "Buybacks, Debt-Equity Swaps, Asset Exchanges and Market Prices of External Debt", in Jacob Frenkel and others (eds.), *Analytical Issues in Debt*, International Monetary Fund.

Enderlein, Henrik, Christoph Trebesch, and Laura von Daniels, (2012) "Sovereign Debt Disputes. A Database on Government Coerciveness in Debt Crises." *Journal of International Money and Finance*, vol. 31(2), pp. 250-266.

Gros, D. and C. Alcidi. (2011) "Adjustment difficulties and debt overhang in the periphery of the eurozone", CEPS Working Document No. 347, CEPS, Brussels.

IMF, (2011) Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria. IMF Country Report No. 11/175, July.

IMF, (2013) "Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Request for Waiver of Applicability, Modification of Performance Criteria, and Re-phasing of Access — Staff Report." IMF Country Report 13/20. January.

IMF. (2013) "Greece: Fourth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, and Request for Waivers of Applicability and Modification of Performance Criterion." Country Report No. 13/241. Washington, D.C.: IMF.

IMF. (2014) "Fifth Review under the Extended Arrangement Under The Extended Fund Facility, and Request for Waiver Of Nonobservance of Performance Criterion and Re-phasing of Access; Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Greece."

IMF, (2012) *World Economic Outlook*, April 2013.

⁽⁴⁴⁾ Si veda sul tema Minenna M. (2015) "The ECB's QE: a mix of credit derivatives fostering the EZ disaggregation" – Sober Look: <http://soberlook.com/2015/02/the-ecbs-qe-mix-of-credit-derivatives.html>

IMF, (2013) World Economic Outlook, April 2014.

IMF, (2013) “Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility” IMF Country Report No. 13/20, January 2013.

Krugman Paul, (1989) “Market-Based Debt Reduction Schemes”, in Jacob Frenkel and others (eds.), Analytical Issues in Debt, International Monetary Fund.

Krugman Paul, Kenneth Froot, Stijn Claessens, and Ishac Diwan, (1991) “Market-Based Debt Reduction: Principles and Prospects”, World Bank Policy Research Paper 16.

Lane, Philip R., (2012) “The European Sovereign Debt Crisis,” Journal of Economic Perspectives, 26(3): 49-68.

Panizza, Ugo, Federico Sturzenegger, and Jeromin Zettelmeyer, (2009) “The Economics and Law of Sovereign Debt and Default” Journal of Economic Literature, 47(3): 653–700.

Pelagidis Theodore, (2010) “The Greek Paradox of Falling Competitiveness and Weak Institutions in a High GDP Growth Rate Context (1995–2008)”. Paper No. 38, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, London School of Economics. London: LSE.

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, (2009) “This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton: Princeton University Press.

Scharpf, Fritz, (2011) “Monetary Union, Fiscal Crisis and the Preemption of Democracy. MPIfG Discussion Paper 11/11”, Cologne: Max Planck Institute for the Study of Societies.

Sturzenegger, Federico, and Jeromin Zettelmeyer, (2007) “Creditors Losses Versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crises.” Journal of the European Economic Association, 5(2): 343–351.

Thieffry G., (2011) “Thinking the Probable: The Break-Up of Monetary Union.” Journal of International Banking Law and Regulation 26, no. 3.

Tomz, Michael and Mark L.J. Wright, (2013) ”Empirical Research on Sovereign Debt and Default, ” NBER Working Paper 18855.

Weisbrot, Mark and Juan Antonio Montecino ,(2012) “More Pain, No Gain for Greece: Is the Euro Worth the Costs of Pro-Cyclical Fiscal Policy and Internal Devaluation?” Washington, DC: Center for Economic and Policy Research.

Weisenthal, J., (2012) “UBS Asks: Has Greece Already Been Printing ‘Quasi-Drachmas’?!” Business Insider, February 11.

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch and Mitu Gulati, (2013) “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy.” Peterson Institute for International Economics, Working Paper 13.

8. Glossario

BCE	<i>Banca Centrale Europea</i>
CAC	<i>Collective Actions Clauses</i>
DTA	<i>Deferred Tax Assets</i>
DTC	<i>Deferred Tax Credits</i>
EFSD	<i>European Financial Stability Facility</i>
ELA	<i>Emergency Liquidity Assistance</i>

FMI	<i>Fondo Monetario Internazionale</i>
GLF	<i>Greek Loan Facility</i>
PSI	<i>Private Sector Involvement</i>
TARGET 2	<i>Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System</i>
QE	<i>Quantitative Easing</i>