

Dir. Resp.: Luciano Fontana

La proposta Una possibile soluzione di mercato

«La politica ha fallito L'Europa si ricompri il debito di Atene»

Serve uno swap sui titoli oggi in circolazione.
Per sostituirli con bond a 30 anni e senza interessi

» La proposta

Uno scambio per il salvataggio

DI MINENNA

La proposta di un possibile swap sui titoli in circolazione come alternativa al default greco. Le perdite ci sarebbero, ma diluite nel tempo. Ed ecco chi sono gli ingegneri che studiano l'ennesimo piano per evitare Grexit.

A PAGINA 4

Un conto pesantissimo

L'esposizione della Grecia verso i vari creditori



38

miliardi
Quanto serve
ad Atene entro fine
anno per rimborsare
i debiti e pagare
gli stipendi
e le pensioni

Con lo scambio i creditori avrebbero perdite diluite nel tempo

DI MARCELLO MINENNA

Portare il rapporto tra debito e Pil della Grecia al livello della Germania è possibile, ma il negoziato tra il governo di Atene e l'Unione europea si è arenato sui presupposti sbagliati. Si discute su Iva e pensioni, alimentando querelle di difficile soluzione.

Aumentare le aliquote Iva ha effetti recessivi sull'economia e la Grecia dal 2009 ha già perso un terzo del suo Prodotto interno lordo; circa l'insostenibilità del sistema pensionistico greco si può riconoscere qualche «generosità» del passato ma è incontrovertibile che l'abbattimento del valore dei fondi pensione è da ricondurre al massiccio acquisto di titoli collegati al rischio Grecia avviato a ridosso della crisi ed all'uso stile Bancomat di questi fondi da parte del governo per ripagare i creditori internazionali.

Esposizioni

Il problema della Grecia è il debito pubblico che fino al 2010 era delle banche private francesi e tedesche, mentre ora è un problema del contribuente europeo dato che (attraverso i vari «aiuti» della Troika) è stato europeizzato nel Fondo Salva Stati (Efsf), in Bce e nei prestiti intergovernativi bilaterali. L'Italia è esposta per oltre 40 miliardi di euro, la Germania per quasi 60, la Francia per oltre 50, la Spagna per oltre 25 e così via.

Idee

Servono soluzioni non con-

venzionali e l'ingegneria finanziaria (in grado di anticipare o posticipare i flussi di cassa secondo le necessità) può aiutare, ristrutturando il debito greco in modo da portare ad oggi tutti i possibili benefici finanziari e minimizzare l'impatto sistemico del default.

Semplificando un po' ed utilizzando le informazioni sulla composizione dell'indebitamento ellenico si può dire che la Grecia è impegnata verso i suoi creditori con un'obbligazione che ha un controvalore di oltre 310 miliardi, una durata di 16 anni e una cedola annuale del 2,7% (8 miliardi di interessi l'anno). Questa obbligazione rapportata al Pil determina un valore di oltre il 175% assai problematico per l'austero «fiscal compact».

Se però questa obbligazione dovesse essere venduta sul mercato quanto varrebbe? Oggi non siamo messi meglio del marzo 2012 — quando si fece la prima ristrutturazione del debito con una decurtazione effettiva di oltre il 70% — e gli spread applicati dal mercato ai pochi titoli greci in circolazione su simili scadenze ne dimezzano largamente il valore. Si può ragionevolmente ipotizzare che ricomprare il debito greco sul mercato costerebbe non più di 140 miliardi e sostituirlo (in gergo si dice «swaparlo») con nuovo debito e potrebbe portare il rapporto debito/Pil della Grecia al 75% cioè in linea con la Germania. Oltre a questa operazione di mercato si potrebbe agevolare la Grecia prevedendo che il nuovo debito sia a 30 anni senza cedole.

L'anomalia

Si prenderebbe così atto dell'altra faccia dello spread, la grave anomalia dell'Eurozona, che se consente a qualcuno di finanziarsi a tassi negativi (la Germania) dovrebbe anche consentire a qualcun altro, alle strette (la Grecia), di abbattere a valori di mercato il proprio debito pubblico.

Tenuto conto che l'esposizione di Atene è in larga parte presso le istituzioni che ran-

presentano e garantiscono l'esistenza stessa dell'Euro (cioè l'Efsf e la Bce) accettare questo scambio diviene solo una decisione politica. E se poi il problema venisse sollevato da soggetti sovranazionali come il Fondo monetario internazionale (Fmi) che non volessero accettare la realtà — e cioè che il valore di mercato del proprio credito si è dimezzato — spetterà ancora una volta alle istituzioni europee definire eventuali surroghe per gestire il problema in casa.

Il valore finanziario dei rischi insiti nel debito greco verrebbe così anticipato per intero ma i creditori — invece di subire una perdita consistente nel breve (come accadrrebbe con un default incontrollato della Grecia) — avrebbero una perdita diluita nel tempo, e precisamente ripartita in più rate in base alle esigenze di rifinanziamento delle istituzioni europee coinvolte; magari gestita attraverso garanzie a supporto di nuove emissioni dell'Efsf invece che per cassa.

Lazzeramento dei circa 8 miliardi di euro di interessi agevolerebbe poi la gestione ordinaria delle finanze pubbliche elleniche e la riavvicinerebbe alla Germania che da anni su ampie porzioni del suo debito ha interessi negativi o nulli. Peraltro, la Bce (creditrice per oltre 25 miliardi) si è già impegnata a restituire gli interessi ricevuti sui titoli greci acquistati nei programmi di aiuto; ed anche l'Efsf che ha in pancia oltre 140 miliardi di debito ellenico ha già spostato l'inizio del pagamento degli interessi al 2022.

Rimessa così la Grecia in carreggiata si potrebbe con forza indirizzarla verso quelle riforme che la integrino meglio in Europa; è invece velleitario insistere con l'austerità recessiva degli avanzi primari irraggiungibili.

«Si può fare!». E non è la nota battuta del film Frankenstein junior di Mel Brooks. Anzi direi che se non si farà l'Europa sarà sempre più simile all'assemblato-monstre Frankenstein.