

LA BCE ALZA LA LIQUIDITÀ DI EMERGENZA PER LA GRECIA MA LE BANCHE RESTANO CHIUSE

BCE. UN BAZOOKA PER LA GRECIA?

Le mosse di Draghi mirano a normalizzare i rapporti della BCE con la Grecia per impedire che una troppo lunga chiusura delle banche faccia precipitare la situazione dell'economia reale. Intervista al docente di finanza matematica della Bocconi Marcello Minenna



16 luglio 2015

A pochi minuti dall'approvazione del prestito-ponte da parte dell'Eurogruppo, la BCE finalmente viene incontro alle richieste della Banca di Grecia ed aumenta la liquidità di emergenza per 900 milioni di €. Le Borse accolgono favorevolmente questi sviluppi. Stiamo andando verso una normalizzazione finanziaria nel breve periodo?

Diciamo che la mossa di Draghi si muove nella logica del prestito-ponte da 7 miliardi: guadagnare una settimana, in attesa del prossimo round presso il Parlamento Greco il 22 luglio ed aspettando di capire a quali condizioni questo prestito verrà erogato. L'obiettivo più urgente è quello di consentire infatti il rimborso dei 3,5 miliardi di titoli greci del programma SMP in scadenza il 20 luglio.

Un'eventuale inadempienza potrebbe costringere Draghi a tornare sui suoi passi e staccare la spina dell'ELA, e questo deve assolutamente essere evitato. Quindi io aspetterei alcuni giorni prima di dichiarare questa fase di emergenza superata. I controlli di capitale in Grecia sono ancora ben attivi ed oramai si tratta della chiusura più lunga della storia economica contemporanea. Anche durante la Grande Depressione il bank holiday negli USA durò soltanto 12 giorni; ci sono segnali che l'economia greca si stia sostanzialmente fermando con il blocco del sistema bancario. È necessario quanto prima lavorare in sinergia per sbloccare i depositi o cominceremo a registrare riduzioni del PIL greco a doppia cifra nel prossimo trimestre. Girano voci di una riapertura parziale lunedì e questo è incoraggiante, ma è assai improbabile che i depositi vengano interamente sbloccati.

Forse il messaggio più importante che è stato veicolato dal Presidente Draghi è il riferimento ad una riduzione del debito greco, definito un argomento "non controverso". Come si concilia questo con la posizione inamovibile di Schauble e della Germania sul tema riduzione del debito?

Io credo che la distanza tra le due dichiarazioni sia solamente semantica. Draghi parla di "debt relief" e non necessariamente questo corrisponde ad un taglio del debito in termini nominali; anche un semplice

posticipo degli interessi o un allungamento delle scadenze (il c.d. reprofiling) corrisponde ad una ristrutturazione che riduce il valore attuale del debito. E questo è il punto più naturale di convergenza in linea con i Trattati che impediscono di fatto solo un taglio esplicito del valore nominale del debito e dunque potrebbe essere accettabile per il governo tedesco. La BCE punta ad un azzeramento degli interessi pagati dal governo greco nel breve-medio periodo, in linea con quanto già accaduto sul debito del Fondo Salva-Stati (EFSF) nel 2012. Certo è che sarebbe necessaria un'operazione veramente massiccia: il FMI ritiene necessario un periodo di sospensione degli interessi almeno trentennale per rendere l'attuale debito greco sostenibile. Probabilmente si troverà un accordo accettando un periodo di "grazia" più breve, cosa che corrisponde implicitamente ad un haircut del valore attuale del debito più modesto. Quello che traspare è che questo provvedimento sarà discusso solo dopo l'approvazione del programma di circa 80 miliardi dell'ESM, quindi dovranno passare diversi mesi di emergenza finanziaria. Un reprofiling di queste dimensioni ha sicuramente dei vantaggi in termini di alleggerimento sostanziale degli oneri finanziari per il governo greco. Resta però incontrovertibile che non aiuterà il rapporto Debito / PIL a tornare sotto controllo; anzi il debito continuerà ad accumularsi e supererà agevolmente il 200%, soprattutto se l'inevitabile recessione e la deflazione continueranno a colpire l'economia greca. In termini di stretta fiscale, se pensiamo alle regole del Fiscal Compact, questo debito sostanzialmente irredimibile rischia di produrre delle richieste di avanzo primario irragionevoli. Io tornerei a puntare su un più realistico e robusto haircut del debito del 50% utilizzando quale riferimento gli spread di mercato attuali, ma in tutta onestà, non so quanto questa proposta possa essere praticabile nelle attuali condizioni politiche in cui versa l'Eurozona.

Un altro passaggio importante del discorso di Draghi ha riguardato la possibilità di un'apertura al Quantitative Easing per la Grecia. Si tratta di un punto chiave per aiutare le necessità finanziarie immediate del Governo ellenico e altresì di un messaggio importante per riaffermare un principio solidaristico all'interno dell'Eurozona che in questi ultimi drammatici giorni si è andato incrinando. Ritiene fattibile un avvio del QE sui titoli greci?

Questo è uno dei motivi per cui Draghi ha fatto pressing su un regolare rimborso dei titoli di Stato greci acquistati all'interno del programma SMP il prossimo Lunedì 20. Al momento la quota di titoli greci nelle mani della BCE supera il limite del 33% previsto dal Quantitative Easing e dunque Draghi ha avuto le mani legate; con il rimborso dei titoli SMP si riaprono i margini affinché anche la Grecia possa beneficiare degli acquisti del QE. Dal punto di vista tecnico, rimarrebbe infatti soltanto l'approvazione del programma ESM; a quel punto Draghi potrebbe puntare il bazooka del QE anche sulla Grecia concedendo del respiro al bilancio del governo greco, che potrebbe emettere anche titoli più a lungo termine che non richiedono un estenuante confronto continuo con il mercato. Certo non sarà una decisione semplice: aspettiamo il documento tecnico della BCE per capire se questa quanto mai attesa apertura si traduca in reali possibilità. Al momento la Grecia sta subendo condizioni di stretta monetaria senza precedenti ed una politica fiscale in progressiva restrizione. Non esattamente in linea con la posizione degli altri Paesi europei che – ancorché a velocità variabile – stanno beneficiando di un ammorbidimento fiscale e di una politica monetaria espansiva senza precedenti. Non possiamo che rimanere alla finestra e seguire giorno per giorno.