



FEF ACADEMY

Formazione Economico-Finanziaria

GRECIA: DAL BLOCCO DEI NEGOZIATI AL REFERENDUM

Le risposte ai quesiti
fondamentali
sulla situazione greca

03/07/2015

DOCUMENTI

www.fef.academy



GRECIA: DAL BLOCCO DEI NEGOZIATI AL REFERENDUM

Le risposte ai quesiti fondamentali sulla situazione greca

di Daniele Della Bona

Il referendum di domenica 5 luglio 2015 in Grecia si annuncia decisivo. Una pagina nella lunga e travagliata storia dell'Eurozona che **potrebbe segnare il futuro non solo della penisola ellenica ma anche del resto d'Europa e soprattutto dell'Eurozona**. I cittadini greci sono chiamati a decidere se accettare o meno la proposta dei creditori internazionali (Fondo Monetario Internazionale, Banca Centrale Europea e istituzioni europee), una scelta che il governo guidato da Alexis Tsipras ha deciso di mettere nella mani dei cittadini.

In questo documento analizzeremo la questione del **debito pubblico greco**: chi sono i suoi detentori, vedremo qual è **l'esposizione dell'Italia e quali sono le possibili conseguenze derivanti da un mancato pagamento da parte di Atene** nei confronti dei suoi vari creditori (Parte I). Inquadreremo poi qual è lo stato del **sistema bancario ellenico** e quale ruolo riveste la Banca Centrale Europea su



questo fronte (Parte II). In seguito, delineeremo i possibili scenari che si profilano all'orizzonte **nei rapporti fra Grecia, Unione Europea ed Eurozona** (Parte III). Infine, chiuderemo occupandoci delle **possibili conseguenze derivanti dal risultato del referendum** e quali sono le **possibili soluzioni** che la Grecia potrebbe implementare nelle prossime settimane (Parte IV).

L'analisi sarà strutturata sotto forma di domande e risposte, che sono il risultato di una nostra rielaborazione di un **report interno di Deutsche Bank** del 19 giugno 2015, dal titolo *Focus Europe. On the edge*, che abbiamo potuto consultare in via esclusiva. Il tutto è stato integrato da una **serie di colloqui con economisti ed esperti di finanza internazionali**. La ricerca e la raccolta dei dati, così come la rielaborazione delle informazioni, è stata effettuata direttamente da FEF Academy.



INDICE

PARTE I

IL DEBITO PUBBLICO GRECO.....pag. 4

- Chi detiene il debito pubblico della Grecia?
- Qual è l'esposizione dell'Italia nei confronti della Grecia?
- Il mancato pagamento al FMI del 30 giugno equivale a un default della Grecia?
- Cosa accadrà in caso di mancato pagamento all'EFSF?
- Cosa accadrà in caso di mancato pagamento al settore privato?

PARTE II

IL SISTEMA BANCARIO E LA BCE.....pag. 11

- L'attuale controllo sui capitali e la chiusura delle banche sono il primo passo per un'uscita della Grecia dell'Eurozona?
- Qual è l'esposizione della BCE rispetto alla Grecia e quali costi potrebbe sostenere?
- Cosa potrebbe fare la BCE nei confronti delle banche greche?

PARTE III

GRECIA, UNIONE EUROPEA ED EUROZONA.....pag.18

- La Grecia potrebbe fare default e rimanere nell'Eurozona?
- Lasciare eventualmente l'Eurozona significa dover lasciare anche l'Unione Europea?

PARTE IV

I POSSIBILI SCENARI.....pag. 20

- L'uscita della Grecia dell'Eurozona avvierebbe un contagio sistemico?
- Cosa potrebbe accadere dopo il referendum?

PARTE I

IL DEBITO PUBBLICO GRECO

Chi detiene il debito pubblico della Grecia?

Il debito pubblico greco ammonta in totale a 280,8 miliardi di euro (pari al 177 % del PIL ellenico). Come potete vedere dal grafico in basso (Figura 1), gran parte del debito greco si trova attualmente nelle mani di creditori istituzionali. L'European Financial Stability Facility (EFSF) o cosiddetto Fondo Salva Stati, avviato il 12 febbraio del 2012 per sostenere i paesi dell'Eurozona a rischio default, risulta essere il maggior creditore con una cifra pari a 130,9 miliardi di euro¹. La seconda voce più rilevante è rappresentata dal *Bilateral Loan Facilities*, un programma di prestiti bilaterali fatti alla Grecia dai paesi membri dell'Area Euro a partire dal 2 maggio del 2010 e concluso a fine 2011, che vanta un credito di 52,9 miliardi di euro². Il Fondo Monetario Internazionale (FMI), invece, che ha preso parte all'erogazione di fondi all'interno del programma portato avanti insieme alle istituzioni europee, ha una posizione creditoria di 21 miliardi di euro. La Banca Centrale Europea (BCE) detiene poi 27 miliardi di titoli di Stato greci: acquistati all'interno del *Securities Market Program* avviato dalla BCE avviati il 10 maggio del 2010 all'interno per acquistare in via definitiva obbligazioni pubbliche dei governi dell'Eurozona sul mercato secondario, poi concluso nel settembre del 2012.

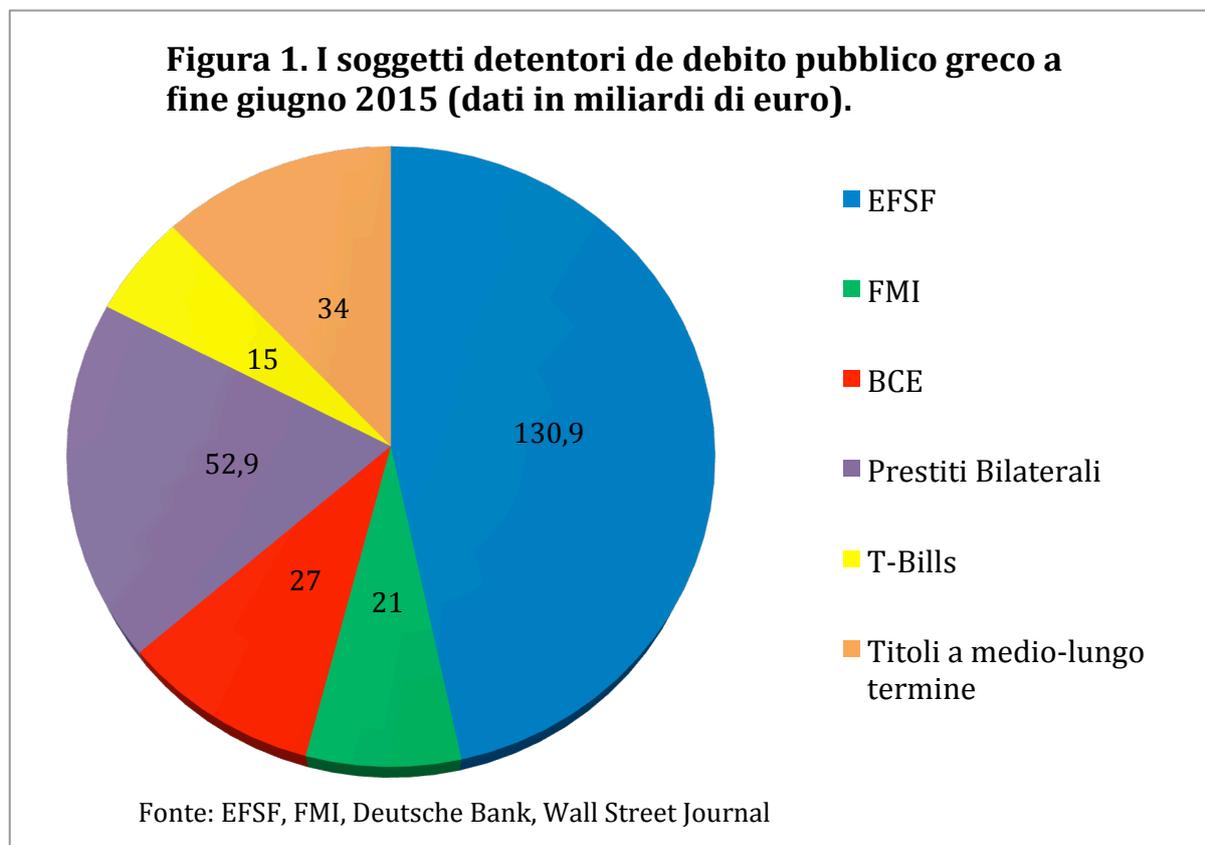
Il totale del debito detenuto da creditori istituzionali ammonta quindi a 231,8 miliardi di euro (una quota pari a quasi l'82,5% del totale).

Il restante 17,5% è ripartito sul versante dei privati, per un ammontare complessivo che è pari a 49 miliardi. Questa cifra è ripartita fra *T-bills*, titoli a 3 o 6 mesi di scadenza (pari a 15miliardi) e nuove obbligazioni greche a medio e lungo termine,

¹ EFSF programme for Greece expires today, 30 giugno 2015. Link: <http://www.esm.europa.eu/press/releases/efsf-programme-for-greece-expires-today.htm>

² Eric Dor, *The exposure of European countries to Greece*, Working Paper Series 2015-eqm-01, IESEG School of Management (LEM-CNRS). Link: http://www.ieseg.fr/wp-content/uploads/2015-EQM-01_Dor.pdf

che sono detenute da istituzioni del settore privato e altri detentori privati non istituzionali (34 miliardi).



Le prossime scadenze per il governo greco prevedono il pagamento di 7 miliardi entro la fine di luglio³: ripartiti fra FMI, BCE e *T-Bills* (quest'ultimi stando alle previsioni del governo Tsipras e alla prassi portata avanti finora saranno rinnovati e quindi non liquidati per una cifra pari a 3 miliardi di euro). Il 13 luglio ci sarà poi una tranche da 0,5 miliardi dovuti al FMI e il 20 luglio il pagamento previsto di 3,5 miliardi di euro alla BCE.

Qual è l'esposizione dell'Italia nei confronti della Grecia?

L'Italia, insieme agli altri paesi dell'Area Euro, partecipa pro quota all'EFSF (17,86 %). I suoi versamenti complessivi, fra EFSF e prestiti bilaterali ai paesi membri

³ Charles Forelle, Pat Minczeski and Elliot Bentley, *Greece's Debt Due: What Greece Owes When*, Wall Street Journal, 30 giugno 2015. Link: <http://graphics.wsj.com/greece-debt-timeline/>.

dell'Eurozona, sono secondo la Banca d'Italia pari a 43 miliardi e 901 milioni di euro⁴ (dato ad aprile 2015), dei quali 27 miliardi e 251 milioni sono prestiti alla Grecia tramite l'EFSF e 10 miliardi e 8 milioni di euro sono stati erogati come prestito bilaterale. Pertanto, su questi due fronti, l'Italia risulta esposta complessivamente verso la Grecia per 37 miliardi e 259 milioni di euro.

A questa cifra potrebbe aggiungersi l'eventuale ricapitalizzazione della BCE in caso di default greco da parte della Banca d'Italia, che però potrebbe potenzialmente toccare al governo italiano. Si tratta di altri 12,9 miliardi di euro. Anche se, vedendo i dati, i numeri non sembrano rendere plausibile una chiamata in causa del governo italiano su questo fronte (per tutti i dettagli vedi Parte II. *Qual è l'esposizione della BCE rispetto alla Grecia e quali costi potrebbe sostenere?*).

Tabella 1. Esposizione verso la Grecia Paesi Area Euro (miliardi di euro).

	Prestiti Bilaterali	Fondi versati garanzia dei prestiti EFSF	Totale
Austria	1,555	4,235	5,790
Belgio	1,942	5,291	7,233
Cipro	0,110	-	0,110
Estonia	-	0,390	0,390
Finlandia	1,004	2,735	3,739
Francia	11,389	31,020	42,409
Germania	15,165	41,308	56,473
Grecia	-	-	-
Irlanda	0,347	-	0,347
Italia	10,008	27,259	37,267
Lettonia	-	-	-

⁴ Banca d'Italia, *Finanza Pubblica, Fabbisogno e Debito*, Supplemento al Bollettino Statistico. Indicatori Monetari e Finanziari n. 32, Anno XXV, 15 giugno 2015. Link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2015-finanza-pubblica/suppl_32_15.pdf.

Lussemburgo	0,140	0,381	0,521
Malta	0,051	0,138	0,189
Paesi Bassi	3,194	8,699	11,893
Portogallo	1,102	-	1,102
Slovacchia	-	1,503	1,503
Slovenia	0,243	0,717	0,960
Spagna	6,650	18,113	24,763
Totale	52,900	141,8	194,7

Complessivamente, comunque, l'esposizione dell'Italia verso la Grecia risulta secondo i nostri calcoli pari a 50,1 miliardi di euro, di cui 37,2 miliardi certamente sulle spalle del governo di Roma.

Il mancato pagamento al FMI del 30 giugno equivale a un default della Grecia?

Il mancato pagamento al FMI della rata da 1,6 miliardi, scaduta il 30 giugno 2015, non rappresenta secondo le agenzie di rating un "default" da un punto di vista legale. In generale, infatti, il mancato pagamento nei confronti di creditori istituzionali come FMI, BCE o UE (Unione Europea) non è equiparabile al mancato pagamento a soggetti privati.

Pertanto - nonostante la dichiarazione del direttore generale del FMI, Christine Lagarde, del 18 giugno circa il fatto che in caso di mancato pagamento della rata in scadenza il 30 giugno da parte della Grecia il FMI avrebbe dichiarato la presenza di un "default parziale" - ad oggi, il direttore generale può solo limitarsi a informare i direttori esecutivi del consiglio di amministrazione del ritardo nel pagamento da parte di Atene e per il governo ellenico si verrà a configurare una situazione di "arretrato" da saldare. Quella della Lagarde è quindi evidentemente una dichiarazione puramente informale.

La procedura, infatti, prevede la possibilità di un eventuale espulsione definitiva del paese dal FMI se, dopo due anni di tempo, non dovesse riuscire a ripagare i propri debiti. Ma, al di là di questa prospettiva a lungo termine, le sanzioni immediate applicabili dal FMI sono relativamente limitate⁵ e potrebbero, nello scenario più estremo, prevedere un ipotetico pignoramento delle attività greche all'estero.

Un altro aspetto da considerare è legato al fatto che il mancato pagamento farà scattare quello che in gergo viene definito come *cross default* sui prestiti erogati dall'EFSF alla Grecia, questa circostanza darà la possibilità (ma non l'obbligo) allo stesso EFSF di chiedere un'accelerazione nel pagamento dei prestiti erogati ad Atene (il primo pagamento all'EFSF da parte della Grecia è previsto per il 2023). E questo evento, a sua volta, potrebbe far scattare (se applicato) le clausole di *cross default* sui titoli di stato greci emessi dopo il 2012 e, in ultima istanza, innescare i *Credit Default Swaps* (titoli di assicurazione sul default greco).

Uno scenario poco probabile e soprattutto condizionale alla scelta di FMI e EFSF. Ancora meno alla luce del fatto che gli organi di stampa informano che già all'indomani del mancato pagamento, proprio Christine Lagarde e il suo staff erano già al lavoro per formulare una strategia che prevede un prolungamento delle scadenze in base a un meccanismo previsto dalle regole del FMI. Si tratta dell'articolo 5.7.G, che consente al board di posticipare i pagamenti dovuti fino a un massimo di cinque anni con una maggioranza semplice, mentre per un periodo più lungo ci vorrà una maggioranza del 70%⁶.

Cosa accadrà in caso di mancato pagamento all'EFSF?

L'European Financial Stability Facility (EFSF) o cosiddetto Fondo Salva Stati, risulta essere il maggior creditore greco con una cifra pari a 130,9 miliardi di euro. Di questa cifra però la Grecia dovrà ripagare la prima tranche solamente nel 2023 e a seguire

⁵ International Monetary Fund, *Measures for Prevention/Deterrence of Overdue Financial Obligations to the Fund—Strengthened Timetable of Procedures*, in Selected decisions and selected documents of the international monetary fund, december 31 2013.

⁶ Mario Platero, *L'Fmi studia un nuovo piano per rimettere Atene in carreggiata*, Il Sole24ore, 1 luglio 2015.
Link: <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-07-01/fmi-pronti-un-nuovo-piano-rimettere-atene-carreggiata-072400.shtml?uuiid=ACvR4rJ>.

fino al 2054. Insomma, non appare esserci un rischio imminente su questo fronte a meno che, una volta attivate le clausole di *cross default* dopo il mancato pagamento al FMI (vedi sopra), l'EFSF non opti per un'accelerazione dei pagamenti.

Mettendo da parte questo scenario, nell'ipotesi di un mancato pagamento da parte di Atene o di una ristrutturazione del debito (come peraltro aveva richiesto il governo Tsipras inviando una lettera il 30 giugno all'Eurogruppo dove chiedeva che "il debito verso l'EFSF fosse ristrutturato e rimodulato"⁷), cosa prevede l'EFSF a livello legale in casi di inadempienza di uno Stato debitore?

La cornice legale di accordo fra i paesi aderenti al Fondo prevede che "se un paese non onora i suoi pagamenti, le garanzie saranno richieste ai garanti". La mancanza di fondi sarebbe coperta, quindi tramite la richiesta ai vari Stati aderenti di adempiere agli impegni di garanzia sottoscritti. Queste garanzie sono "irrevocabili e incondizionate". Per l'Italia si parlerebbe di una cifra che, stando ai documenti ufficiali dell'EFSF, sarebbe pari a un massimo di 139 miliardi e 267 milioni⁸. Soldi che, in caso di bisogno, l'Italia sarebbe quindi costretta a mobilitare (non possiamo ipotizzare una cifra eventuale perché dipenderebbe da una serie di fattori non facilmente stimabili). Sorte analoga toccherebbe a tutti gli altri governi, Germania in testa con 211 miliardi di euro. E forse proprio questo aspetto spiega la riluttanza delle istituzioni europee verso una ristrutturazione del debito greco, che darebbe non pochi grattacapi ai governi a livello politico con i loro rispettivi elettorati nazionali.

Cosa accadrà in caso di mancato pagamento al settore privato?

Secondo i dati visti in precedenza il 17,5 % del debito pubblico greco è detenuto dal settore privato, per un ammontare complessivo che è pari a 49 miliardi. Questa cifra è ripartita fra *T-bills*, titoli a 3 o 6 mesi di scadenza (pari a 15 miliardi), e nuove obbligazioni greche detenute sia da istituzioni del settore privato che da altri detentori privati non istituzionali (34 miliardi).

⁷ Reuters, Greece's last-ditch letter to Eurogroup makes no concessions, 30 giugno 2015. Link: <http://www.reuters.com/article/2015/06/30/us-eurozone-greece-letter-idUSKCN0PA2HP20150630>.

⁸ EFSF, *Framework Agreement*, Consolidated Version. Link: http://www.efs.europa.eu/attachments/20111019_efs_framework_agreement_en.pdf.



Per quanto riguarda la parte di debito a più lunga scadenza in mano a privati o istituzioni private c'è da considerare che fino al 17 luglio del 2017 la Grecia non dovrà effettuare pagamenti nei confronti di questi soggetti.

Mentre, già il 10 luglio scadranno *T-bills* per una cifra pari a 2 miliardi di euro e il 17 luglio per un altro miliardo. In questo caso la cosa non sembra però rappresentare un problema, dal momento che finora la prassi consolidata ha visto l'utilizzo del cosiddetto *roll over*, ossia una nuova sottoscrizione di questi stessi titoli da parte dei privati. I *T-bills* sono detenuti in larga parte da banche greche e utilizzati come collaterale per le operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centrale Greca (vedi Parte II).

Stando ai dati di Deutsche Bank, ad aprile le banche greche detenevano un ammontare pari a 13,6 miliardi di titoli di Stato; pertanto, nel caso di un default greco potrebbero esserci conseguenze, sia pur limitate data la cifra, sul loro capitale. Questo non sembra però implicare necessariamente un'uscita forzata e automatica della Grecia dall'Eurozona. In caso di mancato pagamento, infatti, molto dipenderà da una serie di ulteriori fattori: bisognerà valutare se ci sarà un intervento per ricapitalizzare le banche da parte delle istituzioni europee come avvenuto in passato e soprattutto andrà verificato se la BCE deciderà di agire nei confronti del sistema bancario greco (vedi Parte II).

PARTE II

IL SISTEMA BANCARIO E LA BCE

L'attuale controllo sui capitali e la chiusura delle banche sono il primo passo per un'uscita della Grecia dell'Eurozona?

Non necessariamente, sottolinea anche Deutsche Bank. Molti hanno sostenuto che di fatto Cipro fosse uscita dall'euro per l'attuazione di controlli sui capitali, ma questa argomentazione sembra essere debole. All'inizio di questo anno Cipro ha interrotto questi controlli e al momento la situazione si sta normalizzando sia per quanto riguarda i flussi di capitali in entrata che quelli in uscita. Infatti, molti dei controlli sono terminati abbastanza velocemente e solamente il controllo sui grossi trasferimenti transfrontalieri è rimasto in vigore per tutto il 2015. Inoltre, a Cipro il controllo sui capitali ha giocato un ruolo chiave nella risoluzione dei problemi legati al sistema bancario. È stato infatti realizzato quello che in gergo tecnico si chiama *bail in*, ovvero sia un prelievo sui depositi non assicurati presenti sui bilanci delle banche come via per il salvataggio degli istituti di credito. Infine, è bene ricordare – conclude Deutsche Bank – che il contesto cipriota vedeva un'alta incidenza di grandi depositi di soggetti esteri, il cui spostamento avrebbe generato una maggiore instabilità nel sistema bancario.

In Grecia la situazione appare differente. Il controllo dei capitali attuale è stato introdotto ufficialmente per limitare l'esposizione del sistema bancario greco e della Banca Centrale Greca nei confronti dell'Eurosistema (l'insieme delle Banche Centrali Nazionali dell'Area Euro), non per una risoluzione dei problemi del sistema bancario greco. In realtà, infatti, il fatto di limitare i prelievi (60 euro al giorno al massimo) e la conseguente chiusura delle banche fino almeno al referendum di domenica sono funzionali ad evitare che il sistema bancario ellenico si ritrovi privo della liquidità necessaria a garantire lo spostamento di fondi all'estero (come stava avvenendo in maniera crescente negli scorsi mesi).

Domenica scorsa la BCE ha deciso di mantenere invariato il tetto dell'Emergency Liquidity Assistance (ELA) per le banche greche a 89 miliardi⁹. Di che si tratta: l'ELA è uno strumento che fornisce liquidità (tecnicamente "riserve") alle banche greche in cambio di attività finanziarie poste a garanzia (in gergo si dice utilizzate come "collaterale"). In poche parole è un prestito temporaneo da parte della Banca Centrale Greca agli istituti di credito, che può essere rinnovato nel tempo (la sua durata è giornaliera): la BCE (nello specifico tramite la Banca Centrale Greca previa autorizzazione della BCE stessa) presta riserve alle banche elleniche in cambio di garanzie (collaterale) in modo che possano far fronte ai loro pagamenti interbancari derivanti dallo spostamento di fondi dai loro conti correnti a quelli di altri paesi. In pratica l'ELA consente di addebitare il conto riserve delle banche greche nel momento in cui c'è una fuoriuscita netta di depositi. Lo scorso febbraio, infatti, le banche greche erano state tagliate fuori dalle normali operazioni di rifinanziamento presso la BCE, che aveva deciso di non accettare più a garanzia i titoli del debito pubblico greco¹⁰, lasciando di fatto aperta come unica finestra di rifinanziamento quella dell'ELA.

In questo scenario, senza la garanzia di ulteriori prestiti, un deflusso di denaro dai depositi bancari delle banche greche verso l'estero avrebbe comportato l'impossibilità di effettuare quei trasferimenti da parte del sistema bancario ellenico. Come previsto anche da Deutsche Bank ben prima che ciò avvenisse la "BCE potrebbe accelerare i controlli sui capitali in via indiretta fissando un tetto all'ELA. Se la BCE ponesse un limite all'ELA non ci sarà modo di finanziare ulteriori spostamenti di depositi dalle banche Greche. Per scongiurare una corsa agli sportelli su vasta scala, la Grecia potrebbe essere costretta a chiudere le banche e riaprirle in un regime di controllo sui capitali, in modo da mantenere l'accesso ai contanti in euro all'interno del limite dell'ELA".

⁹ Alessandro Merli, *Bce: invariati i fondi di emergenza alle banche greche. In mattinata nuova riunione dell'Eurotower*, Il Sole24ore, 28 giugno 2015. Link: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-06-28/la-bce-mantiene-fondi-emergenza-destinati-banche-greche-142944.shtml?uuiid=ACL5iQI>.

¹⁰ Alessandro Merli, *Draghi gela la Grecia di Tsipras: stop ai fondi per le banche*, Il Sole24ore, 5 febbraio 2015. Link: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-02-05/bce-blocca-finanziamenti-ad-atene-063633.shtml?uuiid=ABl6olpC>.

È vero anche che invece della chiusura delle banche sarebbe forse stato sufficiente introdurre una semplice limitazione ai prelievi in euro, evitando forse i forti disagi e il malcontento dei cittadini rispetto a questa situazione.

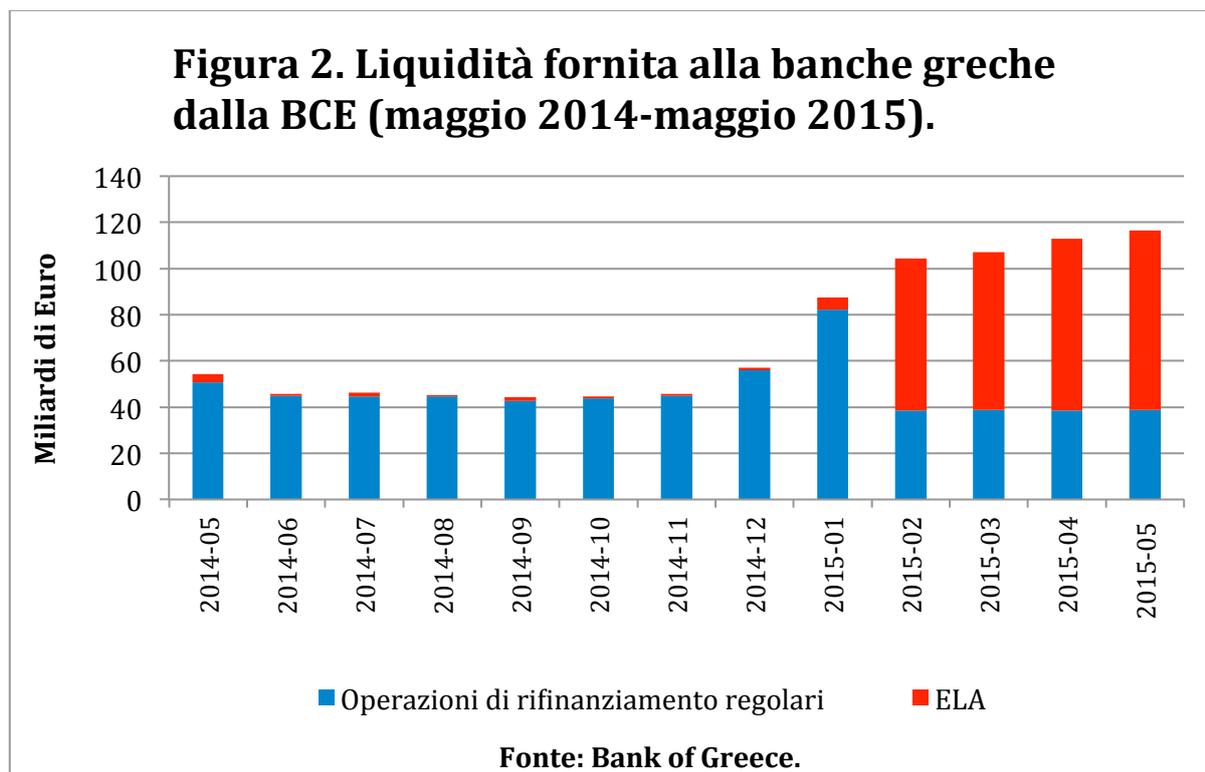
Pertanto, per concludere, possiamo dire che il controllo dei capitali sembra più un dispositivo temporaneo utile a prendere tempo per vedere quali saranno i prossimi sviluppi. E potrebbe avere una durata estremamente ridotta a seconda di quello che la BCE deciderà di fare sull'ELA. Non a caso, forse, il presidente dell'Eurogruppo Dijsselbloem ha commentato qualche mese fa che il controllo dei capitali potrebbe essere una parte della strategia per tenere la Grecia all'interno dell'Area Euro¹¹.

Qual è l'esposizione della BCE rispetto alla Grecia e quali costi potrebbe sostenere?

L'attuale esposizione della BCE nei confronti delle banche greche è di 116,4 miliardi di euro (stando agli ultimi dati della Banca Centrale Greca pubblicati il 23 giugno e riassunti nel grafico in basso). La cifra è composta dalla liquidità concessa dalla BCE per le operazioni di politica monetaria: operazioni di rifinanziamento principali (29 miliardi e 800 milioni) e operazioni a lungo termine (9 miliardi). A queste due voci si aggiunge poi la liquidità erogata tramite l'ELA (77 miliardi e 576 milioni). Secondo i dati riportati da Deutsche Bank, circa 38,5 miliardi di fondi prestati alle banche sono coperti da collaterale di buona qualità (come per esempio i titoli per la ricapitalizzazione delle banche greche emessi dall'EFSF). Inoltre, secondo i numeri pubblicati della stessa Banca Centrale Greca, le attività finanziarie accettate come collaterale per le operazioni di rifinanziamento dell'ELA sono pari a 156,2 milioni di euro.

In aggiunta, come abbiamo visto in precedenza (Parte I), la Banca Centrale Europea (BCE) detiene 27 miliardi di titoli di Stato greci, acquistati all'interno del *Securities Market Program*. Entro la fine di agosto la Grecia dovrà ripagare in due scadenze (20 luglio e 20 agosto) un totale di 7,2 miliardi di euro all'istituto di Francoforte.

¹¹ Bloomberg, *Dijsselbloem Says Capital Controls May Help Avert Grexit*, 17 marzo 2015. Link: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-17/dijsselbloem-says-capital-controls-may-help-avert-grexit>.



Complessivamente, dunque, la BCE risulta esposta rispetto alla Grecia per 143,4 miliardi di euro. A questa cifra togliamo i 38,5 miliardi di collaterale di buona qualità e abbiamo un'esposizione netta potenziale di 104,9 miliardi di euro.

In caso di uno scenario negativo, la BCE potrebbe dover registrare questa cifra come perdita sul proprio bilancio (quando e in che misura potrebbe farlo sono aspetti che andrebbero valutati approfonditamente, ma qui ci limiteremo a capire se ad oggi la BCE corre qualche rischio).

Stando all'ultimo dato sul bilancio della BCE (del 26 giugno 2015) l'istituto di Francoforte detiene 98,4 miliardi fra capitale e riserve. Pertanto, in caso di un perdita secca nei confronti della Grecia, la BCE potrebbe trovarsi in una situazione di capitale netto negativo. Anche se è bene ricordare che la BCE detiene su un conto di rivalutazione 403,3 miliardi che possono essere potenzialmente convertiti in capitale.

Lo Statuto della BCE – fa notare la stessa Deutsche Bank nel suo documento – prevede che il “consiglio direttivo può decidere di indennizzare le banche centrali nazionali per le spese sostenute in occasione dell'emissione di banconote, o in casi eccezionali, per perdite specifiche relative alle operazioni di politica monetaria

realizzate per conto del SEBC [Sistema Europeo delle Banche Centrali, *nda*]. L'indennizzo assume la forma che il Consiglio direttivo ritiene appropriata; questi importi possono essere compensati con il reddito monetario delle banche centrali nazionali" (Art. 32.4). Quindi, ciò implica che non ci sarebbe bisogno di un'immediata ricapitalizzazione. Sempre lo Statuto specifica infatti che: "Qualora la BCE subisca una perdita, essa viene coperta dal fondo di riserva generale della BCE, e se necessario, previa decisione del consiglio direttivo, dal reddito monetario dell'esercizio finanziario pertinente in proporzione e nei limiti degli importi ripartiti tra le banche centrali nazionali" (Art. 32.5).

Qual è il problema? L'ELA non rientra fra le "operazioni di politica monetaria", dal momento che si tratta di una forma di finanziamento eccezionale per gli istituti di credito dell'Area Euro. Inoltre, stando ai documenti ufficiali della BCE relativi all'ELA, la "responsabilità dell'erogazione dell'ELA compete alle rispettive BCN [Banche Centrali Nazionali, *nda*]. Ciò significa che qualsiasi costo e rischio derivante dalla concessione dell'ELA è sopportato dalle rispettive BCN."¹²

A ben vedere, però, dal momento che le BCN, in questo caso quella greca, vantano contemporaneamente un credito nei confronti delle banche (collaterale fornito per accedere all'ELA) e un debito nei confronti dell'Eurosistema (BCE), sembra logico supporre che in caso di perdite derivanti dall'ELA alla fine i costi ricadranno sul bilancio della BCE e quindi a cascata su quello delle BCN che partecipano all'Eurosistema.

Cosa accadrebbe, quindi, nel caso estremo in cui si venisse a configurare una situazione di capitale negativo per la BCE e per le BCN? Un interessante documento della BCE del maggio 2010 dal titolo *Convergence Report* evidenzia che : "Gli Stati membri non possono mettere le rispettive BCN nella posizione di disporre di risorse finanziarie insufficienti per espletare i compiti connessi al SEBC o, a seconda del caso, all'Eurosistema. [...] In particolare, si dovrebbero evitare situazioni in cui il capitale netto di una BCN sia per un periodo di tempo prolungato al di sotto del proprio livello di capitale sociale o sia addirittura negativo [...]. Pertanto, l'eventualità che il capitale netto di una BCN sia inferiore al proprio capitale sociale

¹² Banca Centrale Europea, *Procedure per l'erogazione di liquidità di emergenza*. Link: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.it.pdf.

o sia addirittura negativo richiederebbe che il rispettivo Stato membro metta a disposizione della BCN una quantità di capitale appropriata almeno fino al livello del capitale sociale entro un periodo di tempo ragionevole, in modo da rispettare il principio dell'indipendenza finanziaria.”¹³

Non essendoci riferimenti precisi e specifici sullo Statuto della BCE in caso di una eventuale perdita derivante dall'ELA, potrebbero quindi essere i governi nazionali a dover coprire le perdite? Ipoteticamente sì, anche se stando ai numeri evidenziati in apertura non dovrebbe profilarsi questo scenario. Immaginando, infatti, che la Banca d'Italia fosse eventualmente chiamata a ricoprire una parte delle perdite, la sua quota di capitale nella BCE è pari al 12,3 %, il che equivarrebbe dunque a un esborso sul totale dei 104,9 miliardi di perdite eventuali a una cifra pari a 12,9 miliardi. Un numero che però è ben al di sotto dei 24,3 miliardi fra capitale e riserve che la Banca d'Italia deteneva a bilancio a fine maggio di quest'anno.¹⁴

In ogni caso, la BCE potrebbe eventualmente operare senza troppi problemi anche con capitale negativo e nel caso allungare la scadenza dei prestiti erogati nelle operazioni di politica monetaria alla Grecia.

Cosa potrebbe fare la BCE nei confronti delle banche greche?

La BCE ha diverse scelte possibili:

- 1) Potrebbe decidere di interrompere l'ELA e quindi costringere il sistema bancario greco a finanziare i propri depositi in euro tramite altri canali (magari indebitandosi sui mercati monetari interazionali).
- 2) Potrebbe, come ha fatto, mettere un tetto massimo all'ELA e quindi alla liquidità che la Banca Centrale Greca può offrire al sistema bancario. Creando

¹³ European Central Bank, *Convergence Report*, Maggio 2010. Link: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201005en.pdf>.

¹⁴ Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico. Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche*. Anno XXV n. 29, 9 giugno 2015. Link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/moneta-banche/2015-moneta/suppl_29_15.pdf.

così problemi in caso di spostamento netto di depositi fuori dal sistema bancario greco.

- 3) Potrebbe non interrompere l'ELA ma applicare un *discount* più elevato ai titoli utilizzati dalle banche greche come collaterale. In pratica se con un titolo utilizzato a garanzia del prestito ieri ti davano 100 in riserve, da domani applicando un *discount* maggiore ti darò 98. Anche questo potrebbe creare qualche problema alle istituzioni creditizie elleniche. Anche se, secondo l'ultimo bilancio mensile della Banca Centrale Greca, le attività eleggibili come collaterale per le operazioni legate all'ELA sono pari a 156 miliardi di euro¹⁵. Ben al di sopra del tetto stabilito questa settimana dalla BCE per l'ELA a 98 miliardi.
- 4) La BCE potrebbe decidere di estendere l'ELA fintanto che valuterà buone le attività utilizzate dalle banche greche come collaterale. Come peraltro lo stesso Mario Draghi aveva dichiarato lo scorso 15 giugno al Parlamento Europeo prima che i negoziati precipitassero: "La liquidità continuerà ad essere estesa fino a che le banche greche sono solventi e hanno collaterale sufficiente"¹⁶.
- 5) La BCE potrebbe stabilire che le banche greche potranno finanziarsi presso essa a prescindere dalla qualità del loro collaterale. Operativamente parlando la cosa è fattibile, ma non sembra poterlo essere politicamente. Lo scorso 5 marzo Draghi ammetteva che la BCE può essere "pronta a ripristinare la deroga" che consente di accettare i titoli di Stato ellenici come collateralizzati, anche se con rating *non investment grade*, "una volta che ci sarà una valutazione positiva" della Troika¹⁷.

¹⁵ Bank of Greece, *Montly Balance Sheet, May 2015*. Link:
http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/financialstat201505_en.pdf.

¹⁶ Reuters, *Greca, Draghi: Bce manterrà linee credito aperte se banche solventi*, 15 giugno 2015. Link:
<http://it.reuters.com/article/topNews/idITKBN0OV1UR20150615>.

¹⁷ Milano Finanza, *Draghi, pronti a deroga su collateralizzati se ci sono condizioni*, 5 marzo 2015. Link:
<http://www.milanofinanza.it/news/crisi-grecia-draghi-pronti-a-deroga-su-collateralizzati-se-ci-sono-condizioni-201503051624081169>.

PARTE III

GRECIA, UNIONE EUROPEA ED EUROZONA

La Grecia potrebbe fare default e rimanere nell'Eurozona?

La risposta è sì. Anche in caso di default da parte del governo di Atene infatti potrebbero non esserci conseguenze per il sistema bancario greco. Come abbiamo visto i titoli di Stato greci presenti sui bilanci delle banche greche ammontano a soli 13,6 miliardi e quindi le conseguenze sul loro capitale dovrebbero essere modeste. Anche se, fa notare Deutsche Bank, potrebbero esserci conseguenze sulla qualità dei prestiti erogati dalle banche attualmente a bilancio. Se infatti il default dovesse innescare conseguenze negative e portare ad un ulteriore peggioramento dello scenario economico si potrebbe verificare un deterioramento della qualità delle attività finanziarie detenute dal sistema bancario ellenico. E, ipoteticamente, ciò potrebbe richiedere un *bail in* stile Cipro per mantenere il sistema bancario all'interno dell'Eurosistema.

Ma, in ogni caso, fintanto che la BCE (direttamente o tramite la Banca Centrale Greca) accetterà il collaterale delle banche greche e quindi garantirà loro la liquidità necessaria non sembra esserci la possibilità di un'uscita forzata dall'euro per la Grecia. Insomma, non esiste uno strumento legale per "buttare fuori" un paese dall'Eurozona.

Lasciare eventualmente l'Eurozona significa dover lasciare anche l'Unione Europea?

Non ci sono precedenti di un paese che abbia lasciato l'Eurozona o l'Unione Europea. Il Trattato di Lisbona ha introdotto per la prima volta una clausola di uscita dall'Unione Europea. L'articolo 50 prevede che "ogni Stato membro può decidere,

conformemente alle proprie norme costituzionali, di recedere dall'Unione". Non esiste, invece, alcuna norma esplicita per quanto riguarda la possibilità che un paese esca dall'Eurozona rimanendo nell'Unione Europea. Motivo per cui in molti vedono nell'uscita dall'euro l'inevitabile uscita dall'Unione Europea. Lo scorso 18 giugno la stessa Banca Centrale Greca ha sottolineato che in caso di mancato accordo il paese sarà costretto ad uscire non solo dall'euro ma - molto probabilmente - anche dall'Unione europea¹⁸. Secondo l'interpretazione della Commissione europea, "non si può lasciare l'Eurozona senza abbandonare l'Unione Europea". Nonostante queste dichiarazioni, non sembra però sussistere un automatismo giuridico-legale fra le due cose. Il problema potrebbe essere a chi presentare la domanda di un eventuale uscita dall'Eurozona. La Commissione europea, infatti, non è autorizzata da nessun Trattato a decidere su questo tema.

È vero, quindi, che non esiste un quadro giuridico per l'uscita dall'Eurozona, ma appare sensato che uno Stato membro possa chiedere di abbandonare l'Eurozona pur restando nell'Unione Europea e viceversa.

¹⁸ Ansa, *Banca di Grecia: "Fallimento negoziati è uscita da euro e Ue"*, 18 giugno 2015. Link: http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2015/06/17/banca-di-grecia-fallimento-negoziati-e-uscita-da-euro-e-ue_7f10b2f8-8376-49bb-8919-143b028c2a67.html.

PARTE IV

I POSSIBILI SCENARI

L'uscita della Grecia dell'Eurozona avvierebbe un contagio sistemico?

Secondo Deutsche Bank questo scenario sembra improbabile per due motivi principali:

- 1) L'esposizione delle banche dell'Area Euro rispetto alla Grecia è passata da un picco di 128 miliardi di euro nel 2008 a un minimo di 12 miliardi nel settembre 2013¹⁹ ed è rimasta su quel livello fino ad oggi. Pertanto i pericoli di un contagio greco sembrano assai ridotti su questo fronte.
- 2) Inoltre, la BCE ha introdotto strumenti come l'Outright Monetary Transactions (OMT), che finora non è mai stato utilizzato ma la cui legittimità è stata confermata dalla recente sentenza della Corte di Giustizia Europea, che consente l'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario. E, soprattutto, il Quantitative Easing (QE), con cui la BCE sta acquistando titoli di Stato sul mercato secondario.

Pertanto, non sembrano esserci problemi legati a un contagio diretto per quanto riguarda il sistema bancario di altri paesi. Piuttosto, sottolinea la stessa Deutsche Bank, sono i canali di "contagio" indiretti che oggi spaventano di più le istituzioni europee. Se la Grecia dovesse uscire dall'Euro creerebbe infatti un precedente che altri potrebbero poi imitare in futuro.

Cosa potrebbe accadere dopo il referendum?

Questi i possibili scenari:

¹⁹ Silvia Merler, Who's (still) exposed to Greece?, Bruegel, 29 gennaio 2015. Link: <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1557-whos-still-exposed-to-greece/>.



- 1) Vince il SÌ. Viene così accettato il piano proposto dai creditori internazionali e potrebbero esserci le dimissioni dell'attuale governo Tsipras²⁰.

- 2) Vince il NO. In questo caso il ventaglio delle ipotesi risulta essere molto più ampio:
 - a. Si torna al tavolo delle trattative. Viene trovato un nuovo accordo, che stando alle volontà espresse da Atene deve prevedere una ristrutturazione del debito pubblico greco e viene ripristinato così il programma di aiuti verso Atene. In aggiunta, presumibilmente, la BCE estenderà il tetto dell'ELA.

 - b. In aggiunta al punto precedente la Grecia potrebbe introdurre e affiancare all'Euro una sorta di valuta parallela (ne abbiamo parlato in un altro documento del 22 giugno²¹), con la quale effettuare pagamenti interni (la quota potrebbe essere variabile).

Peraltro, questa indiscrezione che anche noi di FEF Academy abbiamo ricevuto nelle scorse settimane, sembra avere un certo fondamento dato che è stata riportata anche da Financial Times il 30 giugno: "Haris Theoharis, ex capo dell'agenzia delle entrate indipendente greca, ha dichiarato che il Governo si stava preparando ad emettere degli IO-TI-DEVO (IOUs in inglese) nel prossimo mese per pagare più di 600.000 dipendenti pubblici, come un primo passo verso la reintroduzione della Dracma. Ha inoltre riferito che un team dell'ufficio contabilità nazionale appartenente al Ministero delle Finanze stava lavorando su un 'piano Dracma' nell'ufficio del primo Ministro Alexis Tsipras. «Il primo passo è di sostituire gli euro con questi IO-TI-DEVO che per esempio

²⁰ La Stampa, *Varoufakis: "Dimissioni del governo se vincono i sì". E Moody's taglia di nuovo il rating della Grecia*, 2 luglio 2015. Link: <http://www.lastampa.it/2015/07/02/economia/varoufakis-dimissioni-del-governo-se-vincono-i-s-e-moodys-taglia-di-nuovo-il-rating-della-grecia-SIM2V2xodG14wHNT4iO6BI/pagina.html>.

²¹ FEF Academy, *La Grecia pensa all'introduzione di una valuta parallela*, 22 giugno 2015. <http://www.fef.academy/la-grecia-pensa-allintroduzione-di-una-valuta-parallela/>.

potrebbero essere venduti con un tasso di sconto e usati per pagare le tasse», ha detto il Signor Theoharis al Financial Times. «Potrebbero volerci parecchi mesi per implementare il ritorno alla Dracma.» Un portavoce del Governo ha negato l'esistenza di questo team.²² La notizia è stata riportata anche su altri organi di stampa.²³

Da un punto di vista legale, infatti, nulla vieta ai governi dell'Eurozona di ridenominare gli obblighi fiscali dei propri cittadini in altri strumenti finanziari e quindi un'azione di questo tipo potrebbe offrire una serie di vantaggi (per approfondire questi aspetti vedi *La Grecia pensa all'introduzione di una valuta parallela*).

- c. Lo scenario più estremo potrebbe essere quello di un ritorno immediato alla Dracma o comunque a una valuta nazionale. In quel caso la Banca Centrale Greca non farà più parte dell'Eurosistema e il governo deciderà presumibilmente di convertire nella nuova valuta conti correnti e debito pubblico (tranne quello sotto legislazione estera). Un'analisi dettagliata delle conseguenze di questo singolo scenario esula da questo lavoro, ma brevemente possiamo dire che è probabile il profilarsi di una svalutazione della nuova Dracma e molto dipenderà dalle successive politiche fiscali messe in campo dal governo e da quelle monetarie della Banca Centrale Greca.

Certamente, se la Grecia dovesse decidere un giorno di lasciare l'Euro in maniera autonoma, lo scenario b) sembra quello più plausibile. Anche Deutsche Bank concorda su questo punto: "Se l'uscita della Grecia dall'Euro avverrà, noi sospettiamo arriverebbe alla fine di un ulteriore negoziato prolungato, probabilmente dopo un periodo di controlli dei capitali e possibilmente con l'utilizzo

²² Kerin Hope, *Greek pension funds ration payouts*, Financial Times, 30 giugno 2015. Link: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e7609f76-1f41-11e5-ab0f6bb9974f25d0.html?siteedition=intl#axzz3eZJGmCB8>

²³ Federico Fubini, *Grecia, il piano segreto di Varoufakis: una moneta parallela all'euro*, Il Corriere della sera, 2 luglio 2015. Link: http://www.corriere.it/economia/15_luglio_02/grecia-piano-segreto-varoufakis-moneta-parallela-all-euro-8edcf164-2078-11e5-b510-55e71b40db58.shtml.



di una valuta parallela mentre viene preparata un'altra valuta a corso legale e viene ristrutturato il sistema bancario". Lo scenario c) infatti potrebbe essere percorso anche senza un referendum e quindi sembra assai improbabile, soprattutto alla luce del fatto che in nessun modo la Grecia può essere estromessa dall'Euro in modo forzato dalle istituzioni europee anche in caso di default, se il governo avesse optato per questa soluzione non avrebbe avuto certamente bisogno di passare per un referendum che riguarda un altro tipo di questione.

Autore: Daniele Della Bona
ddellabona@fef.academy

Grafica: Matteo Bernabè
mbernabe@fef.academy

Si ringrazia per il contributo:
Giacomo Bracci
gbracci@fef.academy
David Lisetti
dlietti@fef.academy

PER RICEVERE GRATUITAMENTE
IN ANTEPRIMA
DOCUMENTI E VIDEO ESCLUSIVI

ISCRIVITI ALLA NOSTRA NEWSLETTER:

www.fef.academy/newsletter

