

FINANZA

La settimana finanziaria

di **Direzione Gestioni Mobiliari e Advisory - Banca Esperia S.p.A.**



- **Per i creditori europei la maggior preoccupazione sembra essere quella di non creare nuove tensioni sul debito greco in una stagione fitta di appuntamenti elettorali.**
- **Il FMI ritiene inverosimile che l'economia greca possa raggiungere un avanzo primario a medio termine pari al 3,5% del PIL nel 2018.**
- **Ciò che cambia e che può influire sulla stabilità politica dell'Area Euro sembra essere "il quando" verrà riconosciuta l'incapacità del governo greco di pagare i propri debiti.**

La Grecia deve sottoporsi alla seconda revisione del piano di riforme 2015-2018 da 86 miliardi di euro, che permetta alle "Istituzioni" (Commissione Europea, BCE, Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) e Fondo Monetario Internazionale (FMI)) di erogare nuovi fondi, prima che in luglio scadano le obbligazioni pubbliche emesse per un totale di 6 miliardi di euro. **Per i creditori europei la maggior preoccupazione sembra essere quella di non creare nuove tensioni sul debito greco in una stagione fitta di appuntamenti elettorali.** Per loro la scelta è simile ad una decisione su una partita contabile. Infatti, un'eventuale mancata revisione del piano di riforme, avrebbe come conseguenza la mancata erogazione dei fondi, e si tradurrebbe in un eventuale default della Grecia sui titoli in scadenza a luglio. Questa sarebbe essenzialmente una decisione dei creditori di affrontare un default: in assenza di erogazione, la Grecia non rimborserebbe i titoli di Stato detenuti dalla BCE e, conseguentemente, riporterebbe una perdita in conto capitale. Invece, con un esborso conforme al piano di riforme, i titoli in scadenza uscirebbero dal bilancio della BCE e verrebbero sostituiti da un prestito iscritto nel bilancio dell'ESM, costituito da fondi forniti dai paesi dell'Area Euro in base al *capital key*. Pertanto, nella distribuzione del rischio non vi è alcuna differenza tra questi due scenari. E non c'è una reale differenza neppure in termini di capacità di pagamento del governo greco. Secondo il piano firmato in agosto 2015, la Grecia si è impegnata ad attuare una serie di misure e riforme al fine di garantire il ritorno a una crescita economica sostenibile nel paese. Ad oggi **l'economia greca è molto fragile**: la Grecia **ha raggiunto un saldo primario**, sia sul conto corrente della bilancia dei pagamenti sia sul suo bilancio di governo, **ma circa un quarto della popolazione greca è disoccupata**, mentre il reddito pro-capite dal 2015 si è ridotto del 56%. **I paesi europei considerano imprescindibile la partecipazione del FMI alle trattative**, anche per assicurare i propri elettori che il piano di salvataggio greco è sostenibile. Il FMI

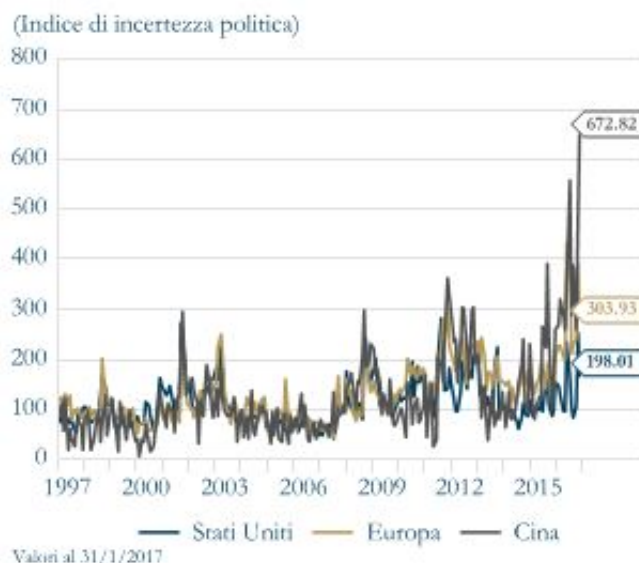
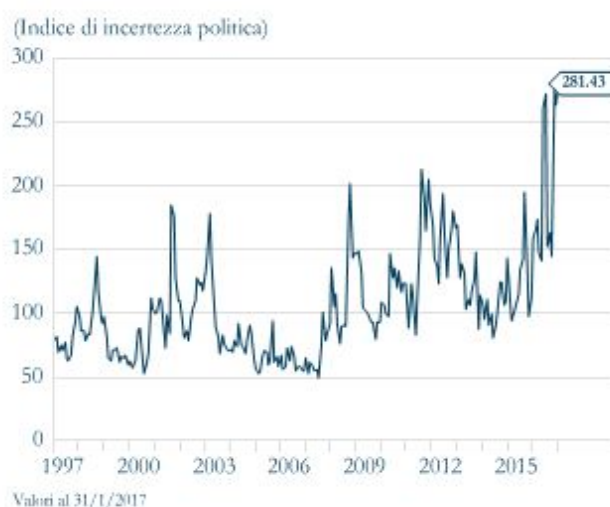
però ritiene irrealistiche sia le condizioni poste in termini di surplus di bilancio futuri, sia le stime di crescita e fabbisogno. In particolare, **il FMI ritiene inverosimile che l'economia greca possa raggiungere un avanzo primario a medio termine pari al 3,5% del PIL nel 2018** (mantenendolo per dieci anni). Il Fondo vorrebbe un accordo che, in cambio di una sostanziale ristrutturazione del debito del paese, veda la Grecia impegnarsi in riforme strutturali, con l'approvazione immediata di una serie di "clausole di salvaguardia" e provvedimenti che diventerebbero operativi nel momento stesso di chiusura del piano di salvataggio. **Alla base delle divergenze tra FMI ed Eurogruppo sono le proiezioni future dei tassi di interesse a cui la Grecia dovrà rifinanziare il proprio debito negli anni a venire.** Se è vero che la spesa per interessi attualmente è contenuta, questo dipende dai tassi di interesse concessi estremamente bassi. Cosa accadrà quando nei prossimi anni scadranno alcuni prestiti, iniziando proprio da quelli emessi dal Fondo e dalla BCE? È probabile che la Grecia dovrà accendere nuovi prestiti per rimborsare quelli in scadenza a condizioni diverse da quelle attuali. I modelli utilizzati dal FMI stimano tassi più alti di quelli attuali e, su un orizzonte molto lungo, un aumento progressivo delle risorse annue necessarie per pagare gli interessi sul debito e il capitale a scadenza.

Al contrario, l'Eurogruppo immagina che la Grecia possa tornare sul mercato dei capitali privati a condizioni più favorevoli di una volta, portate a termine le riforme promesse nel **programma sottoscritto nel 2015**, sintetizzate nella tabella sottostante.

Ripristinare la sostenibilità di bilancio	La Grecia deve raggiungere un avanzo primario a medio termine pari al 3.5% del PIL, per mezzo di riforme di bilancio e la lotta all'evasione fiscale. Il percorso di aggiustamento di bilancio concordato prevede: -0.25% nel 2015, 0.5% nel 2016, 1.75% nel 2017, 3.5% nel 2018.
Salvaguardare la stabilità finanziaria	La Grecia deve ristrutturare il proprio settore finanziario tramite: 1) la soluzione della questione dei crediti deteriorati nel settore bancario, 2) la ricapitalizzazione delle banche 3) il rafforzamento della <i>governance</i> del Fondo ellenico di stabilità finanziaria (HFSF) e delle banche.
Attuare riforme che generino crescita e posti di lavoro	La Grecia deve concepire e attuare un'ampia gamma di riforme per generare maggior crescita, competitività e investimenti. Si attendono riforme sui mercati del lavoro e sui mercati dei prodotti, compreso quello dell'energia, nonché un programma di privatizzazioni.
Modernizzare il settore governativo	La Grecia deve migliorare l'efficienza della fornitura di beni e servizi pubblici essenziali, rendere più efficiente il sistema giudiziario e rafforzare la lotta alla corruzione, garantire una maggiore indipendenza istituzionale e operativa delle istituzioni nazionali, quali l'amministrazione delle entrate e l'autorità statistica (ELSTAT).

L'esito di questo nuovo round di contrattazioni potrebbe essere un nuovo pacchetto di misure con una minor enfasi sull'austerità e maggior attenzione alle riforme economiche, che scongiuri tensioni politiche per i paesi creditori e permetta al governo Tsipras di restare in carica, ma difficilmente questo si tradurrà in un programma di crescita duratura e sostenibile per la Grecia. In sintesi, per quanto esposto, **ciò che cambia e che può influire sulla stabilità politica dell'Area Euro sembra essere "il quando" verrà riconosciuta l'incapacità del governo greco di pagare i propri debiti.**

La trattativa sul debito sulla seconda revisione del piano di riforme 2015-2018 in Grecia rischia di far aumentare l'incertezza politica, ai massimi dal 1997



LA SETTIMANA TRASCORSA

Europa: indagini di fiducia particolarmente forte sostengono le aspettative di nuovi progressi sul fronte della crescita e dell'occupazione

Le stime preliminari degli **indici dei direttori d'acquisto (PMI) per l'Area Euro sorprendono nuovamente al rialzo**. Attesi stabili o in marginale correzione, questi hanno, invece, registrato nuove accelerazioni a febbraio, in un quadro che risulta piuttosto eterogeneo sia a livello nazionale sia settoriale. In particolare, l'indice aggregato per l'area segna il massimo da 70 mesi e sale da 54.4 di gennaio a 56.0. Rispetto alle due componenti settoriali, l'accelerazione più ampia è quella della componente servizi, che in febbraio sale a 55.6 punti (dal precedente 53.7), mentre è comunque positiva, ma più modesta, la variazione del manifatturiero salito da 55.2 a 55.5. A livello nazionale i PMI tedeschi segnalano diffuse accelerazioni dell'attività, con l'indice per il manifatturiero in aumento da 56.4 a 57 in febbraio, mentre il dato sui servizi sale di un punto da 53.4 a 54.4. Invece in Francia la dinamica è stata opposta: il PMI manifatturiero è rallentato da 53.6 a 52.3, ma è stato più che compensato dall'aumento del PMI servizi da 54.1 punti di gennaio a 56.7. Il dettaglio dei sotto-indici continua a segnalare che gli indici PMI francese e tedesco hanno segnalato una **solida crescita nella componente lavoro**.

Supporto a questa lettura arriva anche dall'indice di fiducia IFO per le imprese tedesche. Il dato sale da 109.9 a 111.0 a livello aggregato, con miglioramenti diffusi sia alla componente prospettica, salita da 103.2 a 104,0 che a quella relativa alla situazione corrente, che sale da 116.9 punti a 118.4, il massimo degli ultimi sette anni. A completare il quadro per le statistiche europee la stima finale dell'inflazione dell'Area Euro in gennaio, che ha confermato una crescita del CPI headline di 1.8% a/a e un incremento dell'indice core a 0.9% a/a. Il dettaglio delle componenti conferma che la decisa accelerazione del dato headline è dovuta all'impatto dell'aumento del prezzo del petrolio e alle pressioni derivanti dagli effetti base favorevoli.

Stati Uniti: poche sorprese dai verbali della FOMC relativi alla riunione di gennaio

Poche sorprese dei verbali della riunione di gennaio della Fed, a fronte di dati economici che confermano che l'economia continua a crescere in modo solido e con costanti progressi nel mercato del lavoro. I verbali del FOMC riportano che "molti" partecipanti al FOMC concordano nel ritenere appropriato "abbastanza presto" un aumento del costo del denaro, se i dati dell'inflazione e del mercato del lavoro continueranno ad essere in linea con le aspettative mentre "alcuni partecipanti" vedrebbero un vantaggio in un aumento già "in un prossimo incontro." **I verbali ancora una volta sottolineano che l'incertezza sulla politica fiscale del paese stanno rendendo più incerto lo scenario di politica monetaria.** I dati provenenite dal mercato immobiliare evidenziano una certa stabilità del comparto, che per ora sembra non aver risentito dell'aumento dei tassi di interesse in dicembre: l'indice FHFA sui prezzi delle case a dicembre, in aumento dello 0.4% m/m rispetto al 0.5% atteso, mentre l'indice che misura le nuove richieste di mutui ipotecari ha evidenziato una variazione negativa del 2%, attestandosi a 371.5, e le vendite di unità abitative esistenti sono aumentate a gennaio del 3.3% m/m, raggiungendo quota 5.69 milioni di unità. Una cifra al di sopra dei 5.55 milioni attesi dal consenso. Negli Stati Uniti le richieste di sussidi di disoccupazione tornano a crescere salendo da 238 a 244 mila nuove richieste, al disopra delle attese degli analisti. Nel complesso le indicazioni appaiono piuttosto incoraggianti con la media mobile a 4 settimane per i sussidi, che scende di 4 mila unità a 241 mila, confermando i continui progressi sul mercato del lavoro.

Asia: dati moderatamente al disotto delle attese in Giappone

In Giappone l'indicatore anticipatore cresce al disotto delle attese e meno del previsto a dicembre. L'indice che misura la futura attività economica è salito a 104.8 da 105.2 di novembre. Il coincident index, che riflette la situazione corrente, è sceso a 114.8 punti a dicembre da 115.1 di novembre. Il PPI giapponese invece rimane saldo allo 0.5%, non riportando così sorprese.

PERFORMANCE DEI MERCATI

