

28 Aprile 2010

Aggiornamento situazione greca

Area Pianificazione Strategica, Research & IR

Summary



➤Dopo il downgrading di S&P's alla Grecia, oggi l'agenzia **abbassa il rating della Spagna**. Ancora tensione sui titoli dei paesi periferici, mentre la borsa di Atene chiude in positivo (+0,60%) a seguito della decisione da parte delle autorità di **vietare le vendite allo scoperto**. La **Germania approverà il 7 maggio il piano di aiuti**, per il quale è necessaria l'unanimità degli stati membri, **solo a condizione che la Grecia**, entro il fine settimana, **approvi un piano di austerità credibile**. Il nulla osta della Germania al piano di salvataggio potrebbe costare voti al CDU che andrà ai seggi il 9 maggio (il 57% dei tedeschi si è detto contrario agli aiuti), ma l'approvazione di un piano di aiuti sarà inevitabile visto il **coinvolgimento delle banche europee** (la Grecia, a fine 2009, pesava sui bilanci delle banche europee per 193 Mld di cui **il 40%** sono in portafoglio delle **banche francesi**) ed il **rischio di contagio a paesi quali Spagna ed Italia** che detengono **quote importanti di debito pubblico dell'intera area (6,73% e 25,90% rispettivamente)**.

➤L'ammontare del pacchetto è incerto. Si parla di **45 Mld € (2/3 messi dai paesi dell'area Euro ed 1/3 dal FMI)** ma Strauss Khann ha dichiarato che saranno necessari tra i **100 ed i 120 Mld €** da spalmare su più anni. Nell'ipotesi che l'Area Euro eroghi 30 Mld la Germania dovrebbe garantirne quasi 9.

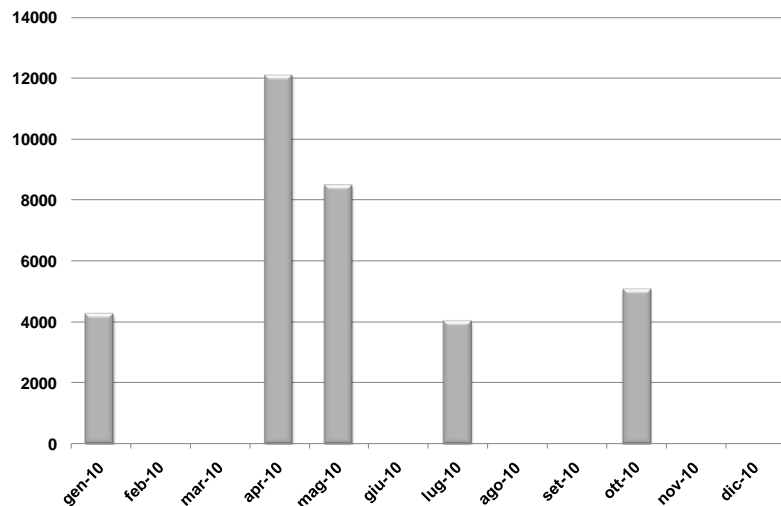
➤**Sebbene la Commissione abbia totalmente escluso una ristrutturazione del debito la gravità della situazione e l'importanza dell'intervento potrebbero renderla necessaria**. Lo stesso FMI, che partecipa attivamente alle trattative, ha come parte integrante del programma il **"burden sharing"** tra i creditori quando si è in presenza di grossi squilibri (14% il deficit/Pil e 115% il debito/Pil della Grecia nel 2010). **L'alternativa dell'acquisto di bond ellenici da parte della Bce sembra improbabile**: i principali membri del board sono storicamente contrari alla monetizzazione del debito.

➤Se la Bce porta avanti l'exit-strategy così come programmato (aste a brevissimo, di ammontare limitato e a tasso variabile), **le tensioni relative ai paesi periferici genereranno pressioni sull'interbancario** (oggi il rialzo dell'euribor su tutte le scadenze è stato netto). L'ipotesi che la Bce ritorni sui suoi passi, sebbene non impossibile vista la gravità della situazione ed il coinvolgimento delle banche europee, per adesso è poco probabile. La Bce non vuole, infatti, mettere in discussione la propria **credibilità** cercando di evitare il **moral hazard** nella **delicata fase di ripristino delle normali condizioni monetarie**.

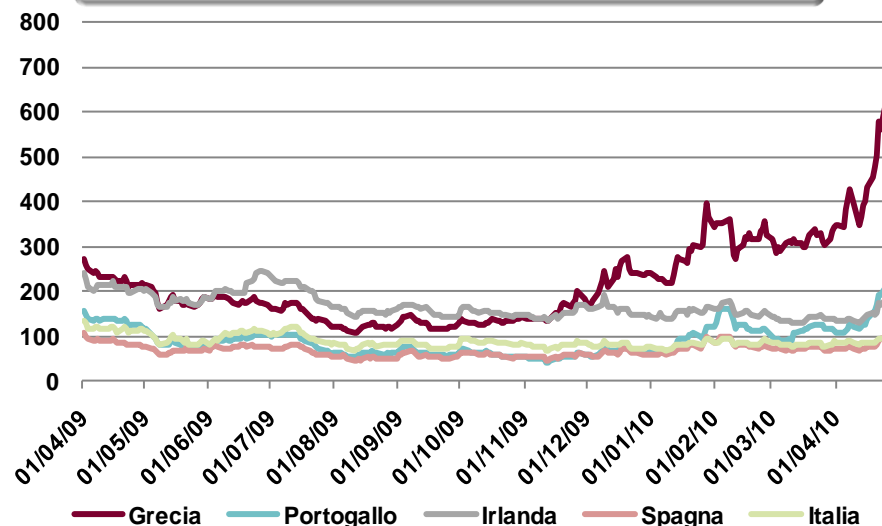
La Germania temporeggia



I titoli greci a scadenza nel 2010



Spreads vs. Bund



➤ Crescono le tensioni in Grecia, lo spread sul decennale aumenta di 16 bps, mentre la borsa chiude a +0,63% in seguito alla decisione delle autorità di sospendere per 2 mesi le vendite allo scoperto. Dopo il downgrading di S&P's, Trichet e Strauss Khann, nella discussione di un pacchetto di aiuti da 45 Mld €, hanno ribadito l'importanza di una decisione veloce a supporto del paese ma il timore di perdere voti nell'elezione in Renania-Nord Westfalia **ha impedito alla Merkel di prendere una decisione immediata** per integrare il pacchetto di aiuti. Gli ultimi sondaggi riportati dai principali quotidiani tedeschi mostrano, infatti, che **il 57% dell'elettorato tedesco è contrario a concedere aiuti alla Grecia**. Il fabbisogno dello stato ellenico quest'anno è di **54 Mld €**, di cui **30 Mld** ancora da pagare, mentre Atene ha già fatto sapere che per il **19 maggio** non dispone liquidità sufficiente per far fronte al pagamento degli interessi per **8,5 Mld €**.

Quali le possibili misure per salvare la Grecia



Figure 11. Selected Countries – Stylized facts about sovereign debt negotiations in 1998-2007¹

Country	Year of default ^{v2}	Defaulted debt (\$ billions)	Defaulted debt (% of GDP) ^{v2}	Recovery rates (%) ^{v3}	Increases in spreads ^{v7}
Ex post-default-					
Russia	1998	72.7	26.8	35 ⁴	70.0
Ecuador	1999	6.6	39.6	40 ⁴	7.7
Ecuador	2000	0.4	2.5	100	18.7
Ivory Coast	2000	15.6	148.3	59	16.8 ⁸
Argentina	2001	82.3	30.6	37 ⁴	20.3
Grenada	2004	0.3	68.0	60 ⁵	14.7
Moldova	2004	0.2	9.8	42 ⁶	NA
Pre-emptive-					
Pakistan	1998	1.6	2.7	70 ⁴	35.9 ⁸
Ukraine	1998	1.3	3.9	72 ⁴	34.1 ⁸
Ukraine	2000	1.1	3.4	60	47.9
Moldova	2002	0.1	2.4	94 ⁶	NA
Dominica	2003	NA	NA	71	NA
Uruguay	2003	5.7	51.3	71 ⁴	11.5
Dominican Republic	2005	1.6	5.6	95 ⁵	25.8
Belize	2006	0.2	19.9	76 ⁵	2.6 ⁸

Notes: ¹ We list only export-default and preemptive negotiation episodes in 1998-2007. We exclude the cases of swap agreement or delay in payment such as Venezuela in 1995, 1998 and 2005, Peru in 2000 and Paraguay in 2003. ² Data (year of default and defaulted debt) is from Moody's (2007). The debt is total amount of sovereign bonds which the government defaulted on and does not include the private debt. ³ Data for recovery rate is from Benjamin and Wright (2008). ⁴ Recovery rates for Russia, Ecuador, Argentina, Pakistan, Ukraine, and Uruguay are from Struzeneger and Zettelmeyer (2007). ⁵ Recovery rates for Grenada, Dominican Rep. and Belize are from Bedford, Penalver and Salomon (2005). ⁶ Recovery rate for Moldova 2002, 2004 is from Finger and Mecagni (2007). ⁷ Data (spreads) is from J.P. Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) on Datastream and we define "spread increases" as difference in spread between at the time of negotiations and one with one year before the negotiations. ⁸ Spread data for Pakistan and Ukraine is measured at 6/2002 and at 9/2001 respectively. Spread data for Ivory Coast and Belize is one of African composite sovereign bonds. Sources: Asunoma (2009), Table 1 and Citi Investment Research and Analysis

➤ Tra le misure che possono essere decise, **la ristrutturazione del debito non è né impossibile né inconcepibile** soprattutto considerando che il **FMI**, parte in causa del programma di aiuti, **ha come parte integrante il "burden sharing"** tra i creditori quando si è in presenza di grossi squilibri (14% il deficit/Pil e 115% il debito/Pil della Grecia nel 2010). Il Fmi tra l'altro ha dichiarato che **per salvare il paese è necessario un intervento tra 100-120 Mld €**. Qualora la ristrutturazione fosse decisa l'ipotesi più probabile è che vengano allungate le scadenze con haircuts nell'ordine del 20%-30% in termini di NPV, anche se S&P's ha assegnato al paese un recovery rate di 4 con l'ammontare percepito dai creditori, in caso di default, compreso tra 30 e 50%.

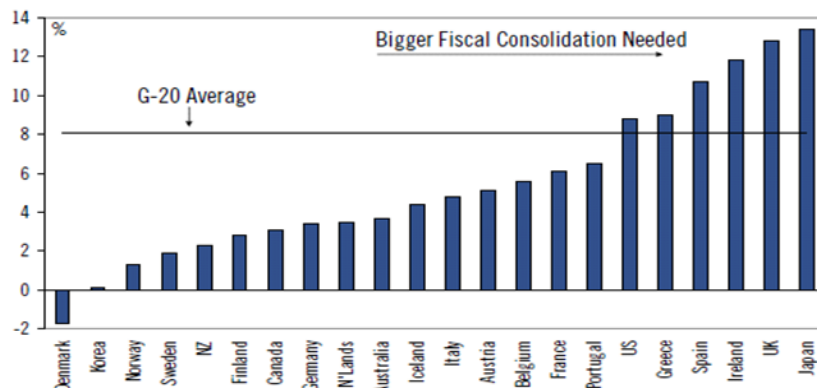
Nei prossimi giorni le incertezze rimarranno



INVESTMENT GRADE	
A R E A E U R O	AAA Austria - Finlandia - Francia - Germania - Lussemburgo - Olanda
	AA+ Belgio
	AA Irlanda - Spagna
	AA- -
	A+ Cipro - Italia - Slovacchia
	A Malta
	A- Portogallo
	BBB+ -
	BBB -
	BBB- -
NON-INVESTMENT GRADE	
BB+ Grecia	
BB -	
⋮	
NR -	

Fonte: Bloomberg

Economie avanzate - Stretta fiscale (% del Pil) necessaria tra il 2010 ed il 2020 per raggiungere un rapporto Debito/Pil pari al 60%* entro il 2030



Fonte: FMI e Citi Investment Research and Analysis

Nota: si ipotizza una graduale riduzione del disavanzo primario necessaria per stabilizzare il debito tra il 2011 ed il 2020, per rimanere poi costante fino al 2030.

* Il target per il Giappone è pari all'80% del Pil.

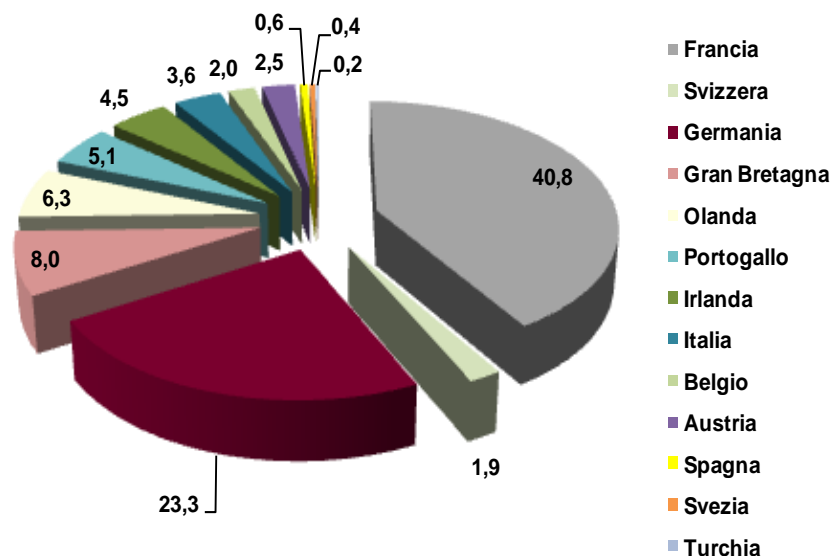
➤ Le incertezze sono legate al fatto che **non si tratta di un meccanismo di aiuto automatico da parte dell'area euro**. Ogni tipo di aiuto necessita infatti l'approvazione **all'unanimità da parte degli stati membri** e ancora non è chiaro se per attingere alla linea di credito il paese dovrà ogni volta ricevere in via preventiva una nuova approvazione che in alcuni stati avviene per via parlamentare.

➤ **La Grecia è l'unico paese non investment grade in area Euro**, anche se oggi **S&P's ha abbassato il rating della Spagna da AA+ ad AA, con rating negativo**. La situazione dei conti pubblici rimane comunque difficile in **Irlanda, Spagna e Portogallo**, paesi che nei prossimi anni saranno chiamati ad effettuare un notevole **consolidamento dei conti pubblici**.

Il coinvolgimento delle banche europee ed il rischio contagio



% Attività finanziarie greche detenute in portafoglio da banche europee, IV trimestre 2009, mld dollari



Fonte: Bank for International Settlements

Debito pubblico, Area Euro, 2008

	Ammontare (mld di euro)	% sul totale Area Euro
Area Euro - 16	6421,7	100,00
Italia	1663,0	25,90
Germania	1644,5	25,61
Francia	1314,1	20,46
Spagna	432,1	6,73
Olanda	346,7	5,40
Belgio	309,7	4,82
Grecia	237,2	3,69
Austria	176,6	2,75
Portogallo	110,4	1,72
Irlanda	80,2	1,25
Finlandia	63,0	0,98
Slovacchia	18,6	0,29
Slovenia	8,3	0,13
Lussemburgo	5,3	0,08

Fonte: Eurostat

➤ L'approvazione di un piano di aiuti sarà inevitabile visto il **coinvolgimento delle banche europee** (la Grecia, a fine 2009, pesava sui bilanci delle banche europee per 193 Mld di cui il **40%** sono in portafoglio delle **banche francesi**) ed il **rischio di contagio a paesi quali Spagna ed Italia** che detengono **quote importanti di debito pubblico dell'intera area (6,73% e 25,90% rispettivamente)**.



EUR003M ↑ .654 +.008

Index **GP**

At 11:07 Op .654 Hi .654 Lo .654

EUR003M INDEX

GP-Grafico a linea

Pag 1/4

Forchetta - Superiore

Periodo



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.
 SN 599634 G704-1261-2 28-Apr-2010 12:31:15

Contatti

Area Pianificazione Strategica, Research & IR

Alessandro Santoni

Research

Stefano Cianferotti

Investor Relations

Elisabetta Pozzi

Pianificazione Strategica e Business Development

Marco Torre

Macroeconomia e Congiuntura

Lucia Lorenzoni – Nicola Zambli

Rating e Debito

Simone Maggi – Paola Fabretti

Pianificazione Strategica

Antonio Cillis – Laura Governi – Catia Polli
Maria Francesca Mormando

Mercati Creditizi

Marcello Lucci – Antonella Rigacci
Raffaella Stirpe – Claudia Ticci

Distretti e Territori

Pietro Ripa – Giuseppe Alfano

Business Development

Giovanni Papiro – Guido Poli
Cesare Limone – Lorenzo Burelli

Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it

Tel:+39 0577-293753

Nicola Zambli

Email: nicola.zambli@banca.mps.it

Tel:+39 0577-298593

Raffaella Stirpe

Email: raffaella.stirpe@banca.mps.it

Tel:+39 0577-299908

Disclaimer

This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions therefrom or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information



**MONTE
DEI PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472

www.mps.it