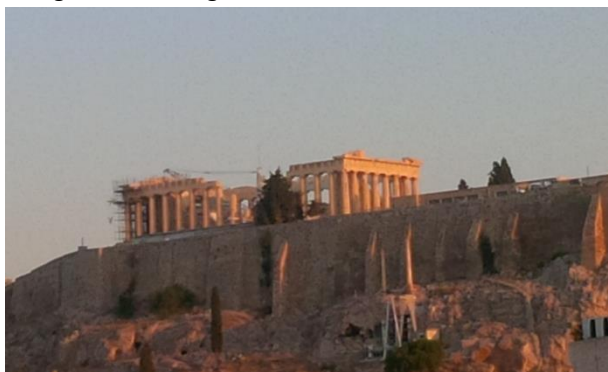


“Titoli di coda”

Chi sono i misteriosi "Greci degli anni '50" che compiono omicidi da Atene a Kalamata? Questa è la nuova sfida per il commissario Kostas Charitos, protagonista di “Titoli di coda”, ultimo *noir* del famoso scrittore, sceneggiatore e drammaturgo Petros Markaris. Con questo romanzo l'autore, nato ad Istanbul da padre armeno e madre greca, chiude la trilogia della crisi greca.



Il protagonista dei suoi romanzi, Kostas Charitos, affronta le sue quotidiane sfide in un commissariato di Atene, in una nazione sull'orlo del baratro. In “Titoli di coda” un imprenditore greco-tedesco si ammazza ad Atene. All'ambasciata tedesca però arriva un biglietto firmato che sostiene che si è trattato di un omicidio. Al suicidio fanno seguito quattro uccisioni, apparentemente senza alcun legame se non per l'utilizzo di una stessa arma da fuoco, una vecchia Smith & Wesson del 1949-1950, e aventi tutti e quattro la stessa rivendicazione del primo biglietto, vale a dire “i Greci degli anni 50”.

Il commissario Charitos si trova, quindi, a dipanare la complicata matassa, mentre la figlia avvocato, impegnata a difendere i diritti degli immigrati, viene aggredita dai membri di “Alba Dorata”. Alla storia *noir* fa da sfondo uno scenario di generalizzata corruzione, inefficienza e decadimento dei valori, in una Grecia dove la gente comune fatica a vivere. Adriana, la moglie di Charitos, riesce grazie alle sue abilità culinarie a imbastire cene succulente con ingredienti che vengono scelti oculatamente per non sfiorare il budget mensile.

Il finale del libro, che non può che riservare una sorpresa, è una sublime sintesi delle contraddizioni e

della tragica realtà quotidiana. Markaris analizza in modo quasi crudele il contesto in cui la vicenda evolve, senza sconti per nessuno, ma con la compassione di chi vede il proprio paese arrabattarsi in una situazione quasi senza via d'uscita.

Una via d'uscita che alla Grecia è stata data, ancora una volta, ma ad un prezzo elevato.

L'11 agosto i quotidiani riportavano la notizia di un primo accordo tra Grecia ed i creditori. È stata raggiunta un'intesa sull'avanzo primario greco che dovrà essere dello 0,25% nel 2015, 0,5% nel 2016 e dell'1% nel 2017 e deciso un pacchetto di aiuti di circa 86 miliardi di euro.

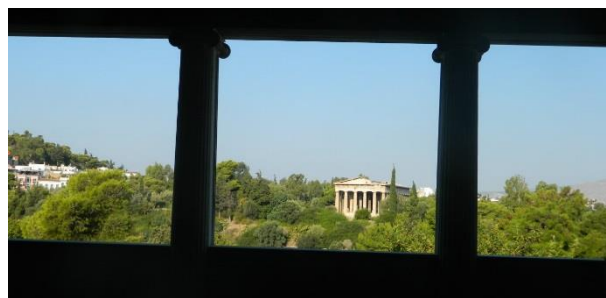
Il 13 agosto il Parlamento greco approvava il *Memorandum of Understanding*, votando separatamente per l'accordo sui prestiti e sul piano di riforme.

Il 14 agosto l'Eurogruppo dava il via libera all'accordo.

Alla fine Tsipras ha ceduto e, per il momento, della questione della ristrutturazione del debito, che il primo ministro aveva messo sul tavolo delle trattative, non si parla ancora. La Troika, anche se il nome viene sempre meno usato in un tentativo di rendere questa volta “diverso” il piano di salvataggio, è ritornata ad Atene e le misure non sono meno austere delle precedenti.

La Germania, sino all'ultimo, ha tentato di fare ostruzionismo, sollevando problemi legati ad una presunta mancanza di chiarezza da parte della Grecia sulla reale volontà di implementare il piano di riforme.

Le ragioni sono prevalentemente politiche e legate alle vicende domestiche, e la stessa cancelliera



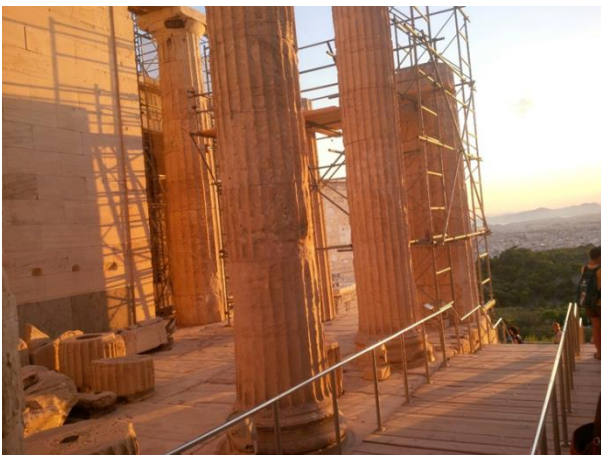
Merkel ha visto aumentare l'opposizione all'interno della coalizione governativa sulla riapertura dei negoziati. C'è poi una generale mancanza di fiducia nei confronti di Atene e dell'incapacità di quest'ultima di mostrare un cambiamento radicale nella gestione del Paese.

Il mercati, che fino a qualche settimana prima erano stati in balia del rischio che la Grecia uscisse dall'euro, hanno praticamente ignorato gli sviluppi della questione.

Un'estate che stava per chiudersi in modo relativamente tranquillo invece è stata scossa da un altro importante evento: la decisione della Cina di rivedere il meccanismo che regola l'andamento della propria divisa. Si può discutere se si tratti di svalutazione piuttosto che di deprezzamento, ma è comunque un cambio di regime che avrà delle ripercussioni importanti, da qualsiasi punto di vista lo si guardi o lo si valuti.

La People Bank of China (PBoC), il giorno successivo all'annuncio per cui il nuovo sistema del cambio avrebbe dato maggior peso alle forze di mercato, con un fixing ufficiale all'interno di una oscillazione massima giornaliera del 2%, ha tranquillizzato gli investitori dichiarando il deprezzamento del renminbi era da leggersi come un temporaneo riaggiustamento e non un'inizio di una persistente debolezza.

I mercati però non sono forse stati pienamente convinti dai chiarimenti ricevuti e nel frattempo, un'estate che sembrava chiudersi con i titoli di coda della scampata "Grexit" faceva registrare un'impennata della volatilità sulle piazze finanziarie e un'ondata di vendite spazzava tutti i mercati, a partire da quelli asiatici, con epicentro la Cina.



Anche questa volta non si tratta di una ripetizione della crisi asiatica del 1997, ma le economie emergenti sono senza dubbio sotto pressione: il cambiamento del modello di crescita e la necessità di implementare riforme comporta dei prezzi da pagare.

A tutto ciò va poi aggiunto che la crescita mondiale è prevista al 3,3%, in leggero rallentamento rispetto al 3,4% del 2014 (vedi stime di luglio del FMI). L'ultimo dato dello scorso maggio sul commercio mondiale ha mostrato una contrazione dell'1,2% rispetto al -0,2% di aprile (vedi CPB World Trade Monitor). Il declino ha riguardato i volumi sia delle importazioni sia delle esportazioni nella maggior parte delle regioni e dei paesi, compresi gli avanzati e gli emergenti. Anche la produzione industriale a maggio è scesa dello 0,2%, dopo l'aumento di 0,1% in aprile. Negli ultimi dodici mesi la crescita del commercio mondiale è stata solo dell'1,3% e negli ultimi tre anni è rimasta sotto la media di lungo periodo pre-crisi. Va infatti ricordato che sino al 2007, per un quarto di secolo, il commercio aumentava ad un tasso che era il doppio di quello del PIL (rif. ECB Economic Bulletin 3/2015).

In questo contesto è difficile pensare che la decisione sul cambio presa dalla Cina possa rimettere in discussione la scelta strategica di ri-bilanciare la crescita economica a favore dei consumi. Il *trade-weighted renminbi* negli ultimi dodici mesi, a partire dallo scorso giugno, si è apprezzato del 14% nonostante il cambio verso il dollaro americano sia rimasto sostanzialmente stabile. I recenti dati deludenti delle esportazioni cinesi sono ascrivibili a diverse ragioni, tra cui anche il cambio sfavorevole. A luglio le esportazioni sono crollate dell'8,3% anno su anno, e sono risultate deboli soprattutto verso quelle aree geografiche dove è stato più sensibile l'impatto valutario. Le esportazioni però non sono più il *driver* della crescita economica del Paese, così come lo erano state nel passato e quindi l'impatto negativo di una divisa forte è innegabile, ma nel complesso contenuto. Sembrerebbe quindi poco verosimile pensare che il nuovo regime del cambio cinese sia stato deciso per dare ossigeno alle esportazioni e sostenere la crescita, visto che l'obiettivo del Governo di puntare ad un ribilanciamento dell'attività economica rimane intatto.

C'è poi un altro aspetto che merita una riflessione e aiuta a contestualizzare la decisione della PBoC. La Banca centrale nell'ultimo periodo ha mantenuto la propria divisa stabile nei confronti del dollaro americano, pensando forse che l'assenza di volatilità sul cambio avrebbe aiutato l'inclusione nello *Special*

Drawing Rights (SDR, il basket delle divise utilizzato dal FMI che comprende USD, Euro, Yen e Sterlina) che deve essere rivisto entro la fine dell'anno. Il FMI ha chiesto una posticipazione di nove mesi dell'operazione per verificare se il renminbi possa essere incluso. La divisa cinese ha raggiunto un peso importante sul volume degli affari commerciali, ma bisogna ancora stabilire se sia "freely usable".

La Cina punta a far sì che la propria valuta sia inclusa in questo basket, in un'ottica di più ampio respiro che ha come obiettivo quello di ridurre la dipendenza dal dollaro americano. Ma non solo. Le ambizioni cinesi sono, come già successo nel caso della AIIB (Asian Infrastructure Investment Bank), di ricoprire sempre di più un ruolo a livello internazionale che sia anche formalmente riconosciuto. Includere il renminbi nel basket del SDR è visto come un ulteriore passo in questa direzione e forse da alcuni paragonato all'entrata del paese nel WTO nel 2001. Come nel caso della AIIB, tra l'altro, sembrerebbe che proprio USA e Giappone siano i paesi più cauti sull'inclusione del renminbi nel basket SDR.

Per consolidare il nuovo regime del cambio le autorità dovranno però ancorare le aspettative del mercato, al fine di non aumentare i deflussi di capitale o di compensarli con misure monetarie di carattere espansivo e iniezioni di liquidità, se necessario. Alcune di questi provvedimenti sono già stati adottati la settimana successiva all'annuncio delle nuove politiche valutarie (taglio dei tassi di 0,25% e di 0,50% delle riserve obbligatorie della banche presso la Banca Centrale), quasi sicuramente per far fronte ad una violenta, repentina e ulteriore correzione degli indici di mercato che, dalla chiusura del 14 agosto al 26 successivo, ha fatto registrare all'indice Shanghai Composite un perdita del 26,18% e per contrastare il "tightening" passivo causato dall'uscita di capitali dal sistema. Il compito delle autorità cinesi è arduo, soprattutto quello della People Bank of China che dovrà fare equilibri circensi nel mantenere un cambio stabile, continuare il processo di apertura del *capital account* e mostrare la propria indipendenza in materia di tassi di interesse.

Inoltre, gli investitori dubitano che la svalutazione del renminbi sia terminata e temono che, nel caso di un deprezzamento consistente nei confronti del dollaro Usa, sia possibile che anche le altre divise asiatiche possano muoversi nella stessa direzione e creare un aumento della competizione nell'area, per una serie di effetti diretti ed indiretti, rendendo la già delicata fase economica ancor più complessa.

Il vero problema è rappresentato dalla debolezza dell'economia cinese da una parte, nei confronti della quale il Governo sta continuando a varare misure e promuovere riforme, e da una crescita globale contenuta dall'altra, in un contesto di bassa inflazione, in cui il nuovo meccanismo di cambio rischia di alimentare le preoccupazioni di deflazione. Il rallentamento della Cina è legato ad un contributo più modesto degli investimenti, che sono stati il vero traino della crescita, che sta avendo delle ripercussioni sia sul settore dell'industria pesante sia su quello delle materie prime. Il livello del debito domestico è aumentato negli ultimi anni, e la sua gestione potrebbe diventare più difficoltosa in una fase di rallentamento, ma non impossibile. Quello che gli investitori dovranno imparare a gestire, in questa fase di transizione del "Paese di mezzo", è che i cambiamenti innescati avranno degli effetti a macchia d'olio per cui non sempre il tanto deprezzato, ma auspicato, intervento delle autorità potrà bastare.

La già citata "Odissea estiva" (rif "La linea d'ombra" di agosto) si è arricchita di un altro capitolo. Dopo l'accordo sul terzo pacchetto di aiuti, il Governo ellenico ha rilasciato i dati relativi alla finanza pubblica: il quadro che ne emerge è misto. Da gennaio a luglio di quest'anno la Grecia ha fatto registrare un avanzo primario di 3,5 miliardi di euro (c.a. 2% del PIL 2014), sopra le attese di 2,99 miliardi. Le entrate fiscali sono invece state inferiori alle attese e risultate di 26,7 miliardi, -40% rispetto all'obiettivo prefissato per luglio, un ammanco rispetto alle attese di circa il 2,3% del PIL dello scorso anno.

Il PIL greco del secondo trimestre è cresciuto dello 0,8%, trimestre su trimestre, grazie ai consumi e un buon inizio della stagione turistica. Il dato ha sorpreso il consenso del mercato che stimava una contrazione dello 0,5%. Ma si tratta di una parentesi temporanea che non sconta ancora gli effetti dell'introduzione dei controlli dei capitali e del peggioramento delle condizioni generali nelle settimane successive. A

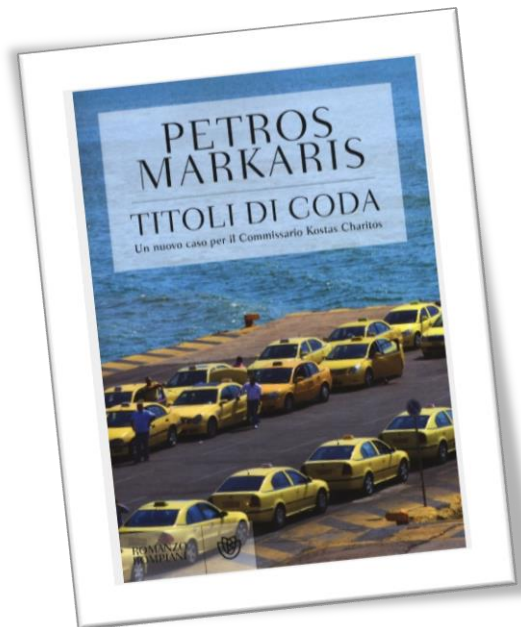


luglio, infatti, la produzione industriale ha riportato una contrazione del 4%. A tutto ciò si aggiungono le elezioni anticipate, che si terranno il 20 settembre, e la campagna elettorale è già iniziata. La speranza è che si riprenda, al più presto, a parlare di come rilanciare la crescita.

Markaris ha completato la sua trilogia sulla crisi greca e c'è chi dice che voglia guardare al futuro con maggior ottimismo.

I "titoli di coda" del mese di agosto però mostrano come i mercati siano ancora in attesa di ulteriori evoluzioni e, soprattutto, di quali saranno le prossime decisioni delle banche centrali. La storia continua.

Aletti Gestielle SGR



Milano, 2 settembre 2015

Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Banco Popolare potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico.

Aletti Gestielle SGR SpA. - Via Tortona 35, Milano.