

» Euro

Perché la macchina delle riforme fabbrica spread alti

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 8

I dilemmi dell'Unione/1

## Attenzione è di nuovo in campo l'esercito che vuole gonfiare gli spread

DI MARCELLO MINENNA

La narrativa sulle «riforme strutturali» da completare al fine di poter superare definitivamente la crisi non conosce soste. Tuttavia le riforme sul piatto sono tante e non sono certo tutte uguali: recentemente il ministro dell'Economia tedesco Wolfgang Schäuble e il presidente della Bundesbank Jens Weidmann sono stati molto attivi nel sottoporre all'Eurogruppo delle riforme urgenti su temi delicati quali la gestione del debito pubblico e delle crisi bancarie. Clausole restrittive sui titoli di Stato ed aspre regole prudenziali nel settore bancario fanno bene all'Euro? Di certo non aiutano la discesa dello spread. Vediamo perché.

La proposta tedesca prevede per ogni nuova emissione di titoli di Stato dell'Eurozona una clausola di ristrutturazione automatica del debito in caso di richiesta di assistenza finanziaria (*bail-out*) al fondo Salva-Stati, l'Esm. Si tratta di un allungamento delle scadenze dei titoli di almeno 3 anni (*reprofiling*); inoltre, se dopo il programma di supporto i Paesi in difficoltà non dovessero risolvere i propri problemi, il debito verrebbe forzatamente ridotto nel valore (*haircut*). A chi giovano questi nuovi termini contrattuali? Di sicuro l'Esm risulta meno coinvolto finanziariamente nel salvataggio del Paese in difficoltà perché non dovrà più sborsare i fondi necessari a rifinanziare il suo debito pubblico in scadenza. Questo rischio è infatti addossato ai detentori dei titoli di Stato che in prima battuta con il *reprofiling* non riceveranno le cedole e poi, se le cose vanno male, ci perderanno anche il capitale. Come si può facilmente capire, il ridimensionamento del ruolo dell'Esm implicherà la richiesta di un più alto rendimento dei titoli di Stato da parte del mercato con potenziali aggravii sulle finanze pubbliche dei Paesi membri.

Insomma si rischia un circolo vizioso in cui un Paese in difficoltà finisce per aumentare le probabilità di dover essere «salvato».

Al contrario la Germania otterrà i maggiori benefici poiché, essendo i suoi titoli percepiti come *safe haven*, non subiranno nessuna crescita

dei rendimenti. Non solo: il minor rischio in capo all'Esm ridurrà le perdite potenziali della Germania in quanto maggiore garante del Fondo.

Tutto questo implica un solo risultato: l'aumento dello spread.

Certo alla Bundesbank piace l'idea di trasferire i rischi, preferibilmente lontano dall'economia tedesca. Non a caso l'attuale ripartizione dei rischi del *Quantitative Easing* tra le banche centrali nazionali, dalle parole di Weidmann, è il «risultato dello sforzo della Bundesbank per prevenire una mutualizzazione occulta dei debiti pubblici attraverso l'utilizzo dei bilanci delle banche centrali».

Anche le proposte relative alle banche spingono con decisione verso un loro rafforzamento patrimoniale.

Il quadro normativo attuale vede la controversa regola del *bail-in* entrare in vigore ad inizio 2016 ed aumentare il rischio di azionisti, obbligazionisti ed in una certa misura anche dei depositanti, vista l'assenza del Fondo di garanzia europeo, che la Germania sta opportunamente bloccando in sede di negoziazione. La riforma spinta dai falchi colpisce ancora i titoli di Stato, cambiando la loro valutazione nel bilancio delle banche. Attualmente la normativa UE prevede che i titoli governativi siano considerati come «privi di rischio» e non richiedano contestuale assorbimento di capitale: non c'è spread almeno nei bilanci delle banche. La riforma dovrebbe porre dei pesi differenziati sui titoli a seconda della loro rischiosità. Questo implicherebbe una discriminazione maggiore per i titoli dei Paesi periferici, richiedendo o l'appostamento di ulteriori riserve di capitale o la forzata riduzione della quota di titoli governativi nazionali in portafoglio ancora una volta con possibili tensioni sul mercato e quindi sullo spread.

Per le banche italiane che detengono Btp per circa 600 miliardi, il loro passaggio da titoli privi di rischio a rischiosi richiederebbe capitali freschi per 25 miliardi. Visti i 200 miliardi di sofferenze lorde, l'ingresso dello spread nei bilanci bancari non sarebbe esattamente un volano per la ripartenza del credito, degli investimenti e quindi della nostra economia.

Alcune riforme che si stanno per attuare rischiano di non portare né crescita né convergenza tra le diverse economie

