

## L'analisi

# Lo spread resiste (anche con il quantitative easing)

L'allargarsi del divario tra Germania e resto d'Europa segnala nuove pericolose tensioni...

di MARCELLO MINENNA

Nelle ultime settimane i mercati sono tornati sotto forte pressione. In un'atmosfera di déjà-vu un po' surreale, sono tornati alla ribalta i tormentoni della crisi, che erano stati accantonati dopo la discesa in campo di Draghi nel settembre 2012: in sordina si è tornati a parlare di spread in crescita, di banche in crisi di liquidità e di spettro di rottura dell'euro. Insomma, in tono minore (quasi dimesso), è di nuovo 2011.

## Differenze

Certo si potrebbe obiettare che il quadro di riferimento è profondamento diverso, e a ragione. Nel 2011 lo spread raggiungeva picchi di oltre il 5%, mentre adesso ci muoviamo nell'ordine dell'1,2%; all'epoca non erano attivi fondamentali strumenti di salvaguardia come il Fondo salva-Stati (Esm) o lo scudo anti-spread (Omt), o lo stesso Quantitative easing. In realtà paragonare il 5% del 2011 con l'1,2% di oggi non è corretto. Nel 2011 c'era quasi il 3% di inflazione; oggi siamo sotto zero. Ma, depurato lo spread dall'inflazione, si capisce che in fondo non c'è molta differenza tra il 2011 e oggi in termini di apprezzamento del rischio-Italia da parte dei mercati.

Non è solo questo che rende la situazione attuale più preoccupante: ora non si può dire che la Banca centrale europea non abbia fatto abbastanza o si sia messa di traverso con politiche avventate (come il doppio rialzo dei tassi di interesse del 2011) per inasprire la crisi dei Paesi periferici.

Al contrario, l'ultimo potenziamento del Qe (aumenti del ritmo degli acquisti a 80%, taglio del tasso di deposito a -0,4% e acquisto di obbligazio-

ni corporate) porta la Bce sulla frontiera delle banche centrali più attive contro la deflazione e il *credit crunch*, benché senza quella condivisione dei rischi che incoraggierebbe i mercati a scommettere sull'euro. Non sorprendono quindi i magri risultati in termini di efficacia.

Le misure varate (culminate nella normativa sul bail-in) per spezzare il circolo vizioso tra banche e governi che aveva fatto schizzare lo spread alle stelle nel 2011, hanno peggiorato la situazione mettendo le banche alle strette. Paradossalmente, se allora era la crisi del debito governativo a mettere nei guai le banche, adesso sono i problemi delle banche a riverberarsi negativamente sugli Stati.

Insomma i margini su quello che la politica monetaria della Bce così come concepita può ottenere si sono ristretti e si è avvicinato il tempo del *redde rationem*, in cui i temi caldi di riforma dell'unione monetaria (unione fiscale, assicurazione dei depositi, mutualizzazione del debito), che vedono centro e periferia su binari opposti, non possono essere più rimandati. Ecco perché stiamo assistendo ad un'escalation della retorica da parte dei governi.

Esemplare è lo scontro che sta avvenendo tra Roma e Berlino sulla possibile riforma del trattamento contabile dei titoli di Stato nei bilanci bancari. Al momento gli istituti di credito possono detenere i titoli governativi come se fossero privi di rischio e non devono appostare riserve; un tema scottante per le banche italiane, imbottite per oltre 400 miliardi di euro di Btp (il 95% degli investimenti in titoli di Stato). Per la Germania questi titoli invece sono da considerare rischiosi, e vanno discriminati sulla base della salute finanziaria del Paese.

Questo principio di «ponderazione per il rischio» (o *risk-weighting*) è sostenuto in primis dal Comitato di Basilea, ma rischia di far saltare il fragile equilibrio patrimoniale delle nostre banche: Antonio Guglielmi stima che i requisiti di capitale sarebbero così onerosi che le banche italiane sarebbero costrette a vendere 150 miliardi di Btp, mentre quelle spagnole oltre 130 miliardi di Bonos. Per i governi dei Paesi periferici il Qe, che ad oggi ha portato 96 miliardi di Btp in Banca d'Italia ed incrementato l'esposizione totale verso il debito italiano a 600 miliardi, prima o poi dovrà terminare. Con il *risk weighting*, sarà in seguito molto difficile collocare a costi accessibili il proprio debito.

## Voce grossa

Sorprendentemente, dopo anni di acquiescenza, il nostro governo sta facendo la voce grossa in Europa: la richiesta di postporre il bail-in, l'opposizione al *risk-weighting* e la richiesta di misure di mutualizzazione dei rischi ci stanno portando in collisione con l'euroburocrazia a trazione tedesca. Le pressioni continue sulle dimensioni del nostro deficit, quando più di metà Europa è fuori dai limiti del «fiscal compact», non sono casuali. E i dati sul Pil sembrano non dare spazi per eludere un richiamo ufficiale dell'Ue.

Certo lo scontro dialettico all'interno dell'Eurozona è da intendersi come un'evoluzione positiva. Le elezioni nei principali Paesi si avvicinano ed è forte l'incentivo a misure di compromesso. Ma il tempo guadagnato da interventi non risolutivi sarà poco. Senza una Bce libera da condizionamenti, mai come ora le chiacchiere stanno a zero.

## Qui Francoforte

### Le mosse della Bce alla prova del totem chiamato spread

DI MARCELLO MINENNA

A PAGINA 5

## Prosegue la nazionalizzazione del debito pubblico

