

27 giugno 2022

Il Sole **24 ORE**

LO SCUDO ANTI-SPREAD DELLA BCE È NECESSARIO (ANCHE AI FALCHI TEDESCHI)

di Marcello Minenna

Lo *spread* nelle ultime settimane ha rialzato la testa, è un fatto. Intendiamoci: in parte si tratta di un fenomeno atteso, che è connesso alla normalizzazione della politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE), avviata già ad inizio 2022.

Tuttavia, a guardare meglio tra le pieghe dei dati, c'è un fattore di rischio in rapida ripresa che ha elevato il livello di attenzione della BCE: si tratta del rischio di “ridenominazione” (frammentazione, nel gergo odierno), ovvero della *chance* che un Paese membro esca dall'area valutaria e ripaghi il debito in altra valuta.

Da qui nasce l'opportuna decisione di avviare l'implementazione di un nuovo scudo anti-*spread* e stroncare sul nascere un eventuale crisi stile 2011, proprio in un momento delicato in cui la banca centrale si appresta ad alzare i tassi di interesse dopo oltre un decennio. E i risultati già si vedono, in analogia con quanto accadde 10 anni fa con il “*Whatever it takes*” del Presidente Draghi che introdusse il primo scudo anti-*spread*.

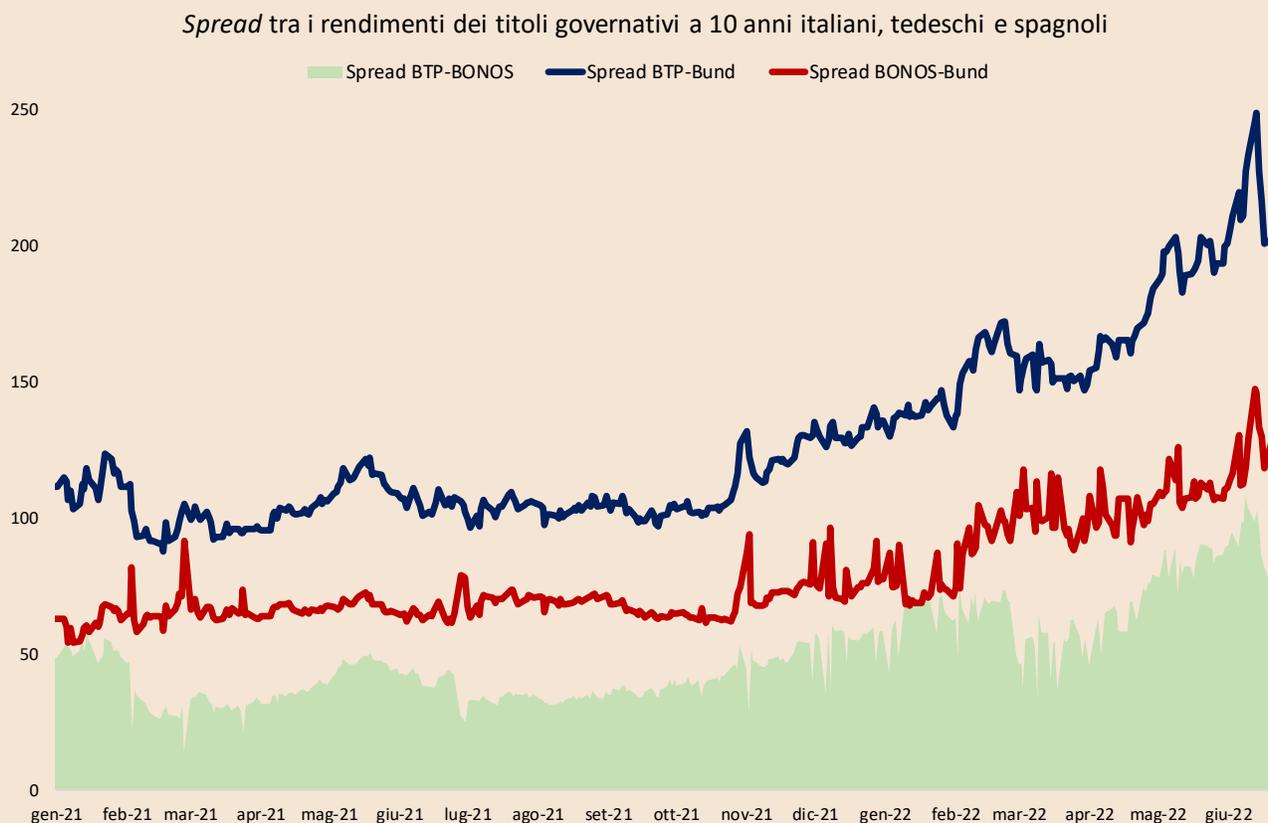
L'ENORME PESO DEI PROGRAMMI DI ACQUISTO TITOLI DELLA BCE

Perché lo *spread* ha ripreso a salire?

In primis perché una bella fetta della domanda di titoli governativi è venuta a mancare. Il primo passaggio è stata la sospensione a marzo 2022 del programma pandemico di acquisto titoli (PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*), attraverso il quale nel biennio 2020/2021 la BCE in media contabilizzava in bilancio 70 miliardi di € al mese, quasi tutti *bond* governativi. Non dovrebbe

sorprendere troppo che ci siano stati dei riflessi sui prezzi dei titoli di Stato (e di conseguenza sui rendimenti), soprattutto dei Paesi più esposti, come Spagna ed Italia. La ripresa dello *spread* di BTP e *Bonos* spagnoli, appena accennata a fine 2021, prende realmente abbrivio proprio a partire da fine marzo 2022 (vedi Figura 1).

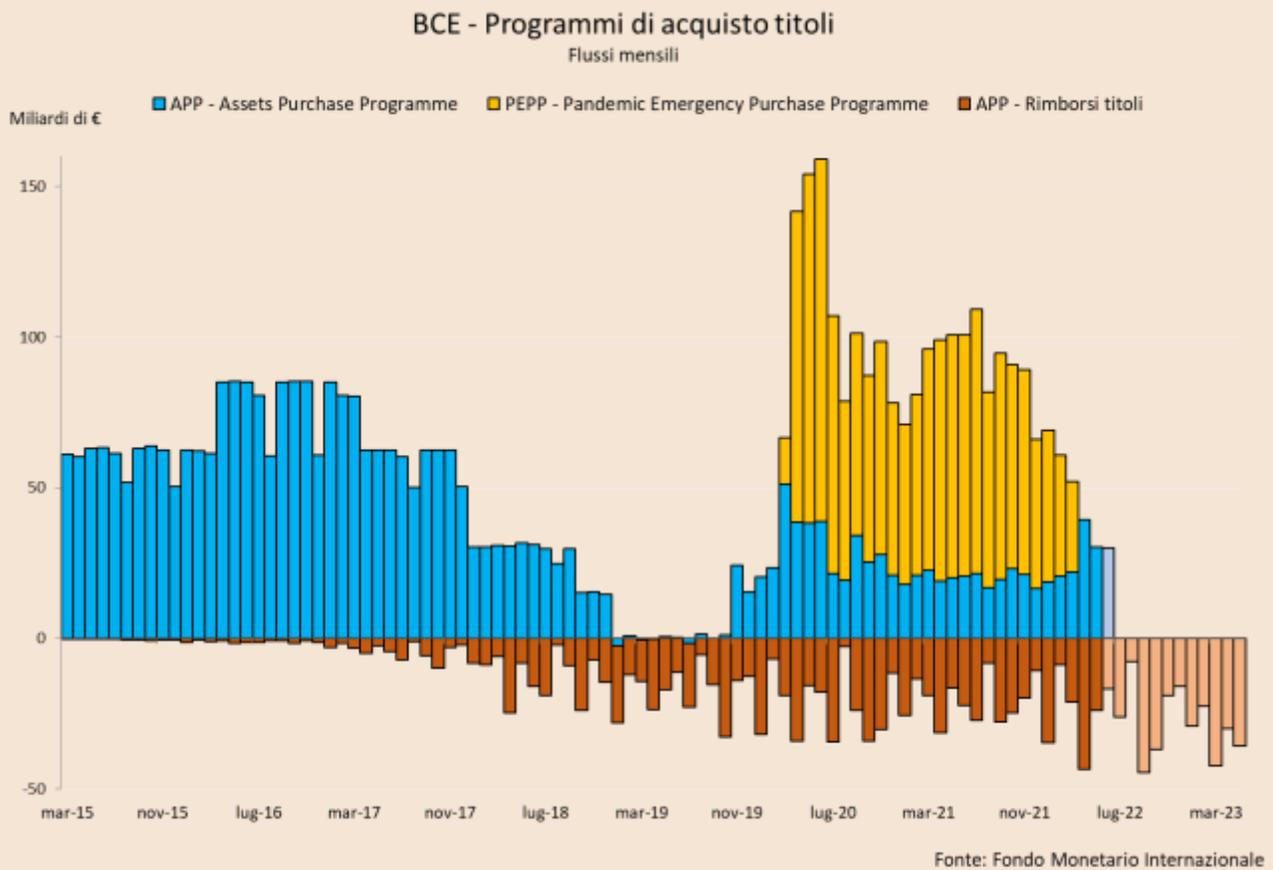
Figura 1



Fonte: Bloomberg

Questo mese è inoltre prevista la sospensione del *Quantitative Easing* (QE) “tradizionale” che contribuiva per altri 50 miliardi mensili. La Figura 2 mette in prospettiva l’impatto dei due programmi in termini di domanda aggiuntiva di titoli, soprattutto nel periodo pandemico. Nel frattempo è oramai ufficiale che da luglio i tassi di interesse-chiave torneranno gradualmente a salire in un percorso di aggiustamento che dovrebbe durare alcuni anni.

Figura 2

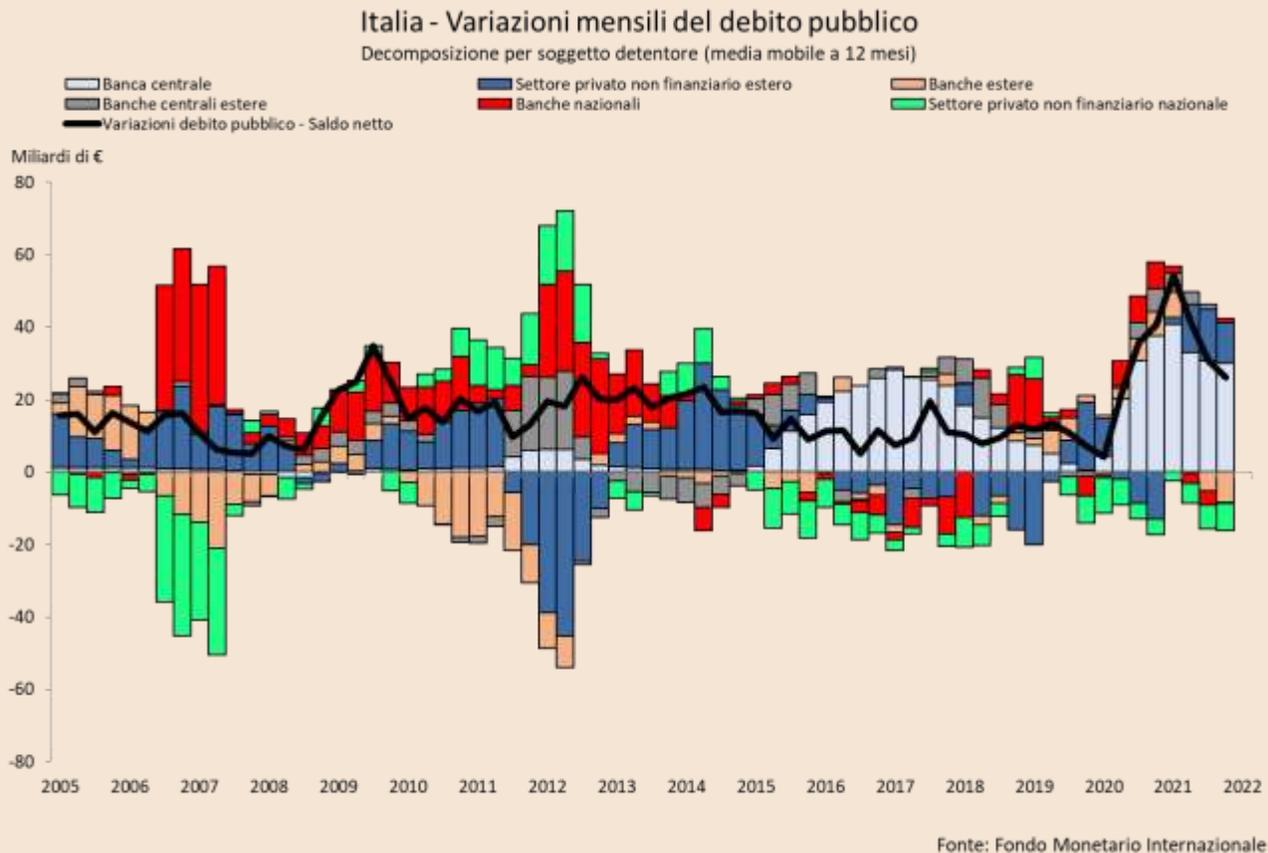


LA BCE COME ACQUIRENTE PRINCIPALE DEL DEBITO PUBBLICO: I CASI DI ITALIA E SPAGNA

Negli ultimi anni, il peso della BCE sul mercato secondario dei titoli dei Paesi periferici è diventato enorme, mentre banche ed investitori privati hanno approfittato dei programmi di acquisto della banca centrale per ridurre lo *stock* di titoli governativi. In una logica di convenienza economica, è più che normale che i flussi di investimento del settore privato si siano spostati da *asset* a rendimento nullo (se non negativo) verso fondi comuni o azioni. Il punto è che questo fenomeno si è innestato in un contesto dove il debito pubblico si era concentrato progressivamente nelle mani di investitori nazionali.

La Figura 3 inquadra per l'Italia questo fenomeno di “nazionalizzazione” del debito pubblico dal 2005 al 2022 con un discreto colpo d’occhio.

Figura 3



Le variazioni mensili del debito pubblico sono decomposte utilizzando le variazioni degli *stock* dei vari soggetti detentori: investitori nazionali (banca centrale, banche nazionali, settore privato non finanziario) ed esteri. Nel periodo pre-crisi finanziaria (2005-2008) si può osservare bene la crescente concentrazione del debito nel settore bancario nazionale (barre rosse), con trasferimento progressivo dei rischi dal settore privato nazionale (barre verdi). Nel periodo acuto della crisi dell'area Euro del 2011-2012 emerge il violento disimpegno da parte degli investitori esteri (barre blu), compensato forzatamente da banche ed imprese nazionali.

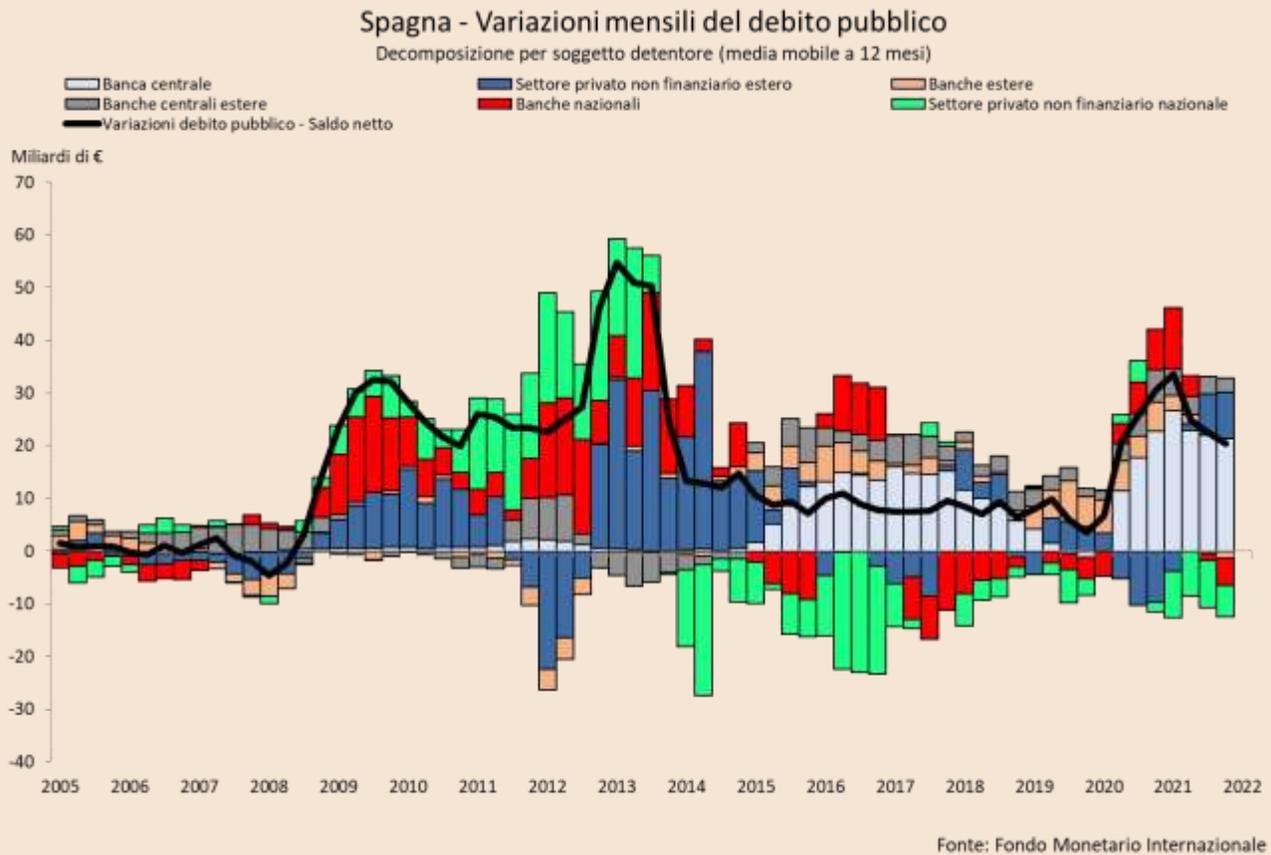
Dal 2015, accade qualcosa di nuovo: il varo del QE sposta il fulcro della domanda di titoli governativi sulla Banca d'Italia (barre grigio chiaro). Si può osservare il primo ciclo di acquisti tra il 2015 ed il 2018 in cui praticamente tutti gli altri settori detentori effettuano un *deleveraging* del rischio sovrano (in

particolare il settore privato non finanziario estero). Dopo una breve pausa nel 2019, il ciclo si ripete con maggiore intensità nel 2020-2021 in virtù dell'avvio del PEPP e della ripresa del QE.

Per avere un'ulteriore misura dell'impatto della domanda della BCE, si consideri che nel 2021 ha rappresentato il 44% dei 471 miliardi di emissioni lorde di BTP dello Stato italiano. In termini netti (al netto dei rimborsi), la domanda di debito della BCE ha superato l'offerta per 51 miliardi. Nel 2022, con i programmi ancora in corso, si stima che il peso della domanda rispetto alle emissioni lorde scenda al 22%, mentre le emissioni nette di BTP al netto degli ulteriori acquisti dell'Eurosistema dovrebbero tornare positive (+21 miliardi): un cambio di passo ragguardevole.

La Figura 4 ripete l'analisi nel caso della Spagna. L'interpretazione dei dati è simile per quanto riguarda il ruolo svolto dalla BCE. In prospettiva differenziale, è opportuno rimarcare l'impatto della violenta crisi del sistema bancario spagnolo del 2012-2013, anticipata da una nazionalizzazione rapida del debito pubblico in forte ascesa. Le turbolenze furono talmente gravi da richiedere l'intervento del Meccanismo Europeo di Stabilità con un finanziamento *ad hoc* di oltre 80 miliardi di €. Le misure furono risolutive e consentirono nel 2013-2014 un rientro stabile degli investitori esteri sul debito spagnolo.

Figura 4



SALE LA PARTE DI SPREAD “SBAGLIATO”: TORNA IL RISCHIO DI RIDENOMINAZIONE

Sebbene la ripresa dello *spread* fosse da mettere in conto, nelle ultime settimane sui mercati dei derivati di credito (*Credit Default Swap*, o in breve CDS) è cresciuta troppo la componente di *spread* che è connessa con il rischio di ridenominazione, ovvero di pagamento del debito in altra valuta a seguito dell'uscita dell'Italia dall'area Euro.

Per capire di cosa stiamo parlando, è necessario analizzare le differenze tra i contratti CDS basati sulla normativa introdotta nel 2014 dall'ISDA (l'associazione internazionale degli intermediari in swap e derivati) ed i contratti CDS basati sulla precedente normativa del 2003.

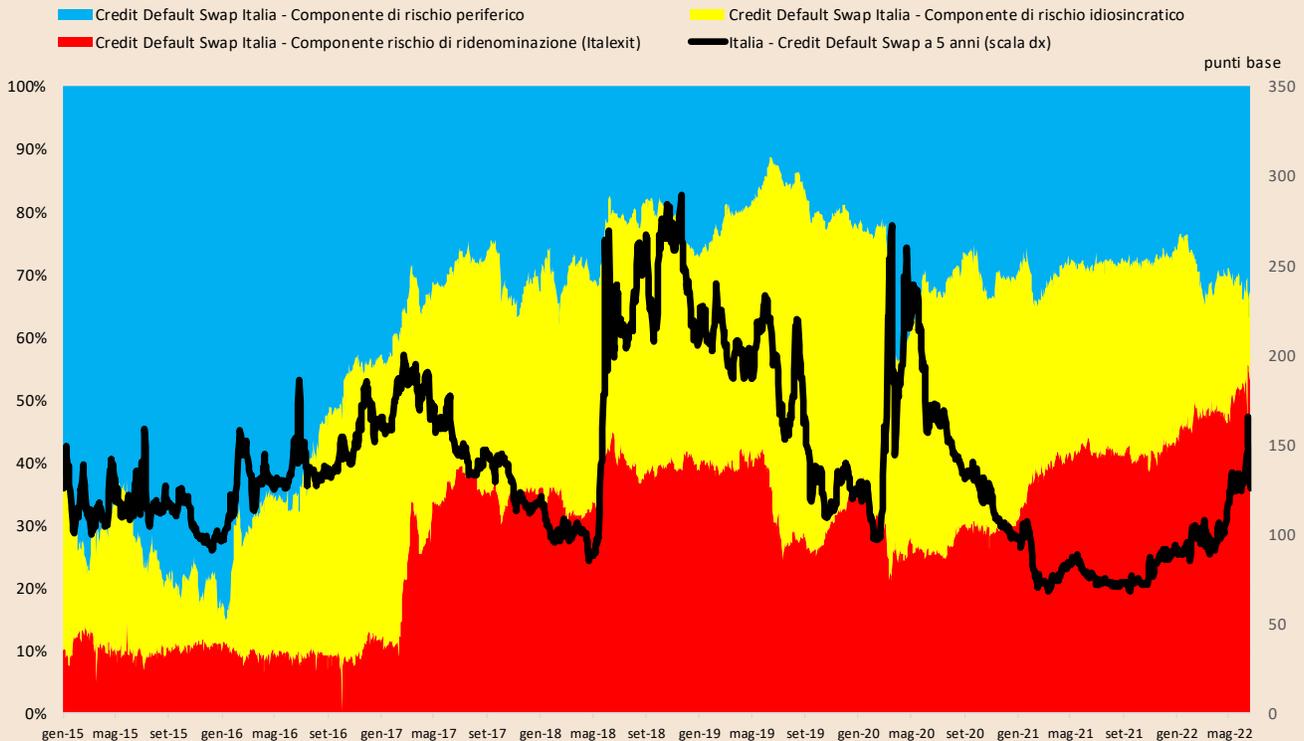
I nuovi contratti CDS ISDA 2014 includono un riferimento esplicito alla ridenominazione in nuova valuta come evento creditizio, mentre quelli basati sulla precedente versione del 2003 no. In sostanza, con un contratto CDS ISDA 2014 se l'Italia uscisse dall'area Euro il detentore sarebbe pienamente assicurato, nell'altro caso no. Ovviamente il premio dell'assicurazione “*full optional*” è più elevato rispetto a quella base; la differenza tra le quotazioni dei due CDS (ISDA *basis*) è dunque un termometro della probabilità che gli operatori di mercato stanno assegnando all'evento ulteriore assicurato dal CDS ISDA 2014 e cioè la possibile uscita dalla moneta unica.

Non si tratta di un fenomeno nuovo: dal 2014 ci sono state diverse recrudescenze. Nel 2017, quando Marine Le Pen dichiarò in campagna elettorale che avrebbe ridenominato il debito francese in nuovi franchi in caso di vittoria, l'ISDA *basis* (che era trascurabile) triplicò da 20 a 60 punti base in poco tempo. Nel 2018, il conflitto tra il governo italiano “giallo-verde” e la Commissione Europea fece quintuplicare l'ISDA *basis* a 120 punti mentre nel 2020 i rischi economici associati alla crisi pandemica provocarono un nuovo picco a 60 punti.

Appena prima del *meeting* emergenziale BCE del 15 giugno e della dichiarazione di intenti sullo sviluppo di un nuovo strumento anti-frammentazione, si era arrivati di nuovo a 90 punti: un livello elevato ma ancora lontano dai massimi del 2018. Tuttavia, se si considera l'impatto relativo del rischio di ridenominazione rispetto al rischio di credito complessivo dell'Italia, il quadro era cambiato: rispetto al 2018, il peso percentuale era cresciuto ulteriormente ed è ora superiore al 50% (vedi Figura 5, area rossa). In altri termini la metà della crescita delle quotazioni dei CDS sovrani dell'Italia dipendeva da una stima più alta da parte degli operatori del rischio di ridenominazione.

Figura 5

Italia - Rischio di credito e peso delle componenti



Fonte: Bloomberg

Questa percezione può essere spiegata dal differente quadro macro-economico: oggi purtroppo veniamo fuori dalla violenta recessione pandemica e da una ripresa economica incompleta, con un rapporto debito/PIL (134,1% nel 2018, 150,8% nel 2021) ed un *deficit* (-2,2% nel 2018, -7,2% nel 2021) notevolmente più elevati. Inoltre i tassi di interesse sono destinati a salire, facendo lievitare mediamente il costo atteso del servizio del debito secondo le recenti stime dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio.

Da cosa dipende la restante quota di *spread*? È possibile identificare un rischio generico connesso con l'appartenenza ad un'area valutaria non ottimale e che non applica appieno il *risk-sharing*. Si tratta di un rischio aspecifico che l'Italia condivide gli altri Paesi periferici europei e che allo stato attuale, in mancanza di strumenti finanziari negoziabili che incorporino il rischio medio della periferia, trova il miglior strumento *proxy* nello *spread* di credito della Spagna

(area blu in Figura 5). Questa componente è cresciuta in misura moderata in termini assoluti (20 punti base circa), mentre il suo peso rimane mediamente intorno al 15%.

La componente residuale di rischio di credito che può essere collegata a fattori “idiosincratici”, cioè specifici dell’Italia e connessi con la situazione politica ed economica nazionale (area gialla) è attualmente in *trend* di contrazione ed ha perso rilevanza dai massimi del 2018-2019.

LA FLESSIBILITÀ NEL RIACQUISTO DEI TITOLI DEL PROGRAMMA PANDEMICO PEPP È SUFFICIENTE?

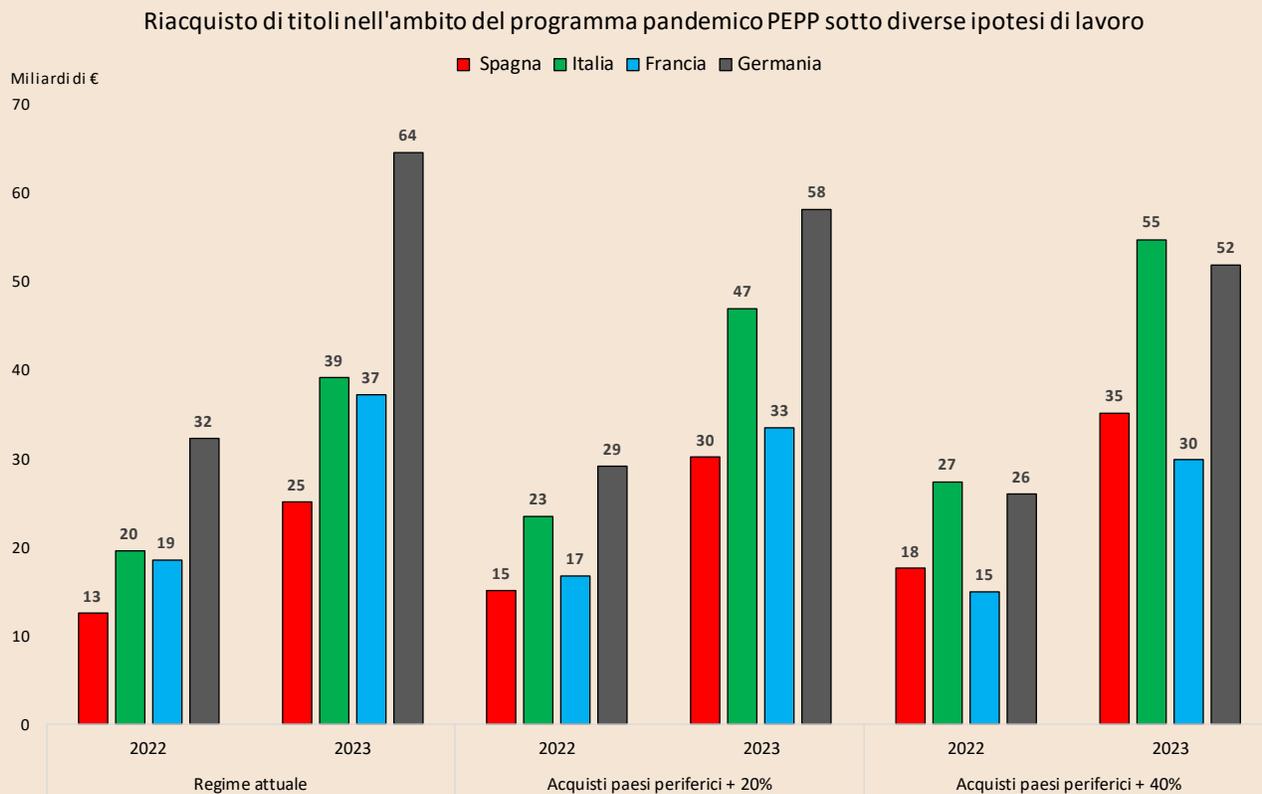
Dalla crisi del 2011-2012, il rischio di ridenominazione è considerato un fattore di ostacolo alla trasmissione della politica monetaria che la BCE non è disposta a tollerare. Questa *attitude*, confermata recentemente dai massimi esponenti dell’istituzione spiega la tempestiva reazione di Francoforte, culminata con il *meeting* emergenziale del 15 giugno scorso che ha riportato rapidamente l’ISDA *basis* dell’Italia sotto i 70 punti base.

Già da diversi mesi la BCE aveva dichiarato di voler utilizzare la flessibilità del piano PEPP in fase di riacquisto. L’enorme *outstanding* di *assets* (1.750 miliardi di €), impone infatti un massiccio programma di re-investimenti al fine di mantenere costante lo *stock*. Durante la fase acuta della crisi pandemica vennero acquistati proporzionalmente alle quote di partecipazione al capitale della BCE (*capital key*) molti più BTP rispetto al debito di altri Paesi.

Se necessario, durante la fase di reinvestimento la BCE potrebbe da un lato ridurre lo *stock* di titoli tedeschi in bilancio, effettuando *de facto* un “*quantitative tightening*”, mentre dall’alto potrebbe accrescere gli acquisti di titoli periferici (un *quantitative easing* silenzioso) per ridurre le pressioni alla frammentazione. Naturalmente, si tratterebbe comunque di uno strumento di durata definita (i reinvestimenti durerebbero fino al 2024) e con una potenza di fuoco delimitata.

Provando a quantificare l'ammontare riacquistabile utilizzando le consistenze e la *maturity* media di titoli nel portafoglio BCE a fine maggio 2022, sono state elaborate le seguenti stime (vedi Figura 6).

Figura 6



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati BCE

Mantenendo il regime attuale, l'Italia dovrebbe beneficiare del riacquisto di circa 20 miliardi di € di BTP nella seconda metà del 2022, che salirebbero a 39 nel 2023, un valore comunque già superiore allo *stock* di titoli francesi in scadenza. Ipotizzando un aumento del ritmo di acquisti di titoli dei Paesi periferici (Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Cipro) del 20% - con una contestuale riduzione a carico degli altri Paesi - si passerebbe a 23 miliardi nel 2022 e 47 nel 2023. Nell'ipotesi estrema di un aumento del 40% si potrebbe raggiungere uno *stock* complessivo di 82 miliardi di riacquisti da eseguire in 18 mesi, superiore a quanto previsto per la Germania.

È una potenza di fuoco sufficiente in caso di guai? Sicuramente aiuterebbe, ma potrebbe non bastare. Per avere un termine di paragone (sebbene imperfetto), nell'agosto 2011 durante l'attacco speculativo ai titoli governativi periferici la BCE acquistò 102 miliardi di BTP in poche settimane con scarsi effetti sullo *spread*.

In questo momento di difficile congiuntura internazionale in cui si intrecciano crisi energetica, geopolitica ed ambientale, ci sono pochi fattori su cui si può avere un controllo adeguato. Lo *spread* è uno di questi ed i falchi tedeschi ostili all'iniziativa dovrebbero riconoscere che un'efficace gestione del fenomeno sarebbe la prima condizione necessaria per potere avviare con successo un ciclo di ragionevoli rialzi dei tassi di interesse senza precipitose (e deleterie) retromarce.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali