

MILANO FINANZA

18 giugno 2022

Articolo di
Oliviero Lenci e Silvio Olivero

16

MILANO FINANZA

18 Giugno 2022

di **Oliviero Lenci**
e **Silvio Olivero** (*)

POLITICA MONETARIA/2 L'ampiezza degli spread che si è venuta a creare nell'area europea prova la difficoltà di ottenere condizioni finanziarie omogenee al suo interno. Serve quindi una strategia più risoluta

Fattore credibilità

La decisione della Bce di interrompere gli acquisti di titoli di Stato e avviare l'innalzamento dei tassi, annunciata il 9 giugno, era attesa. Ciò che ha sorpreso è stata la mancanza di indicazioni su quali misure la banca centrale intenda adottare per contenere gli spread, il cui allargamento era prevedibile in presenza di un radicale mutamento di politica monetaria. Senza entrare nel merito di tale decisione, peraltro oggetto di opinioni assai divergenti, appare evidente che la Bce, in coerenza con il proprio mandato, è disposta a pagare il prezzo di una possibile recessione pur di ricondurre l'inflazione su livelli prossimi all'obiettivo del 2%.

Osserviamo però che si sta per concludere un periodo decennale di forte sostegno monetario, del quale innegabilmente hanno beneficiato in primis i debitori più deboli della zona euro. Non solo, tale normalizzazione monetaria sta avvenendo mentre in Europa si sta combattendo una guerra: crediamo fosse facilmente immaginabile che una simile scelta, in tale contesto, avrebbe potuto influenzare gli spread.

Le generiche rassicurazioni sulla volontà di combattere la frammentazione dei mercati finanziari, fornite dalla Lagarde nel corso della conferenza stampa, hanno sortito unicamente l'effetto di spingere gli investitori a sondare l'effettiva determinazione della Bce nel realizzare quanto promesso. L'effetto di tale test è stato, seguen-

do un copione nota, il forte allargamento degli spread e il crollo dei titoli bancari, anch'esso avvenuto seguendo un canovaccio conosciuto, che vede alla guida del ribasso gli istituti italiani, spagnoli, portoghesi e greci.

Pur ribadendo che non è nostra intenzione giudicare la decisione di politica monetaria in sé, ciò che lascia interdetti è la scelta, certamente fondata più su ragioni politiche che tecniche, di non accompagnare tale cambiamento con misure accessorie, volte a contenere la frammentazione delle condizioni monetarie e finanziarie che, ricordiamo, mette a rischio gli obiettivi stessi della politica monetaria.

Il ritorno di timori sulla tenuta dei paesi maggiormen-

te indebitati potrebbe infatti limitare l'accesso al mercato interbancario per le banche di tali paesi, determinando condizioni creditizie estremamente differenti in eurozona e rendendo, in ultima analisi, inefficace la politica monetaria.

La risposta della Bce alle fibrillazioni dei mercati è stata formulata nel corso di una riunione straordinaria, tenuta mercoledì, dalla quale è scaturito un invito ai tecnici ad accelerare i lavori per la costruzione di uno strumento atto a contenere gli spread. La possibilità di investire il ricavato delle cedole e dei rimborsi derivanti dai titoli precedentemente acquistati in modo flessibile, privilegiando gli emittenti bisognosi di sostegno, non

costituisce una novità, poiché, tra le righe, era già stata annunciata il 9 giugno. Un po' poco per una riunione "straordinaria", anche se, va detto, la reazione dei mercati è stata positiva e gli spread hanno subito un' apprezzabile contrazione. Ciò cui abbiamo assistito nei giorni scorsi rievoca atmosfere che non si vedevano da anni e le cui conseguenze potrebbero rivelarsi ben più gravi della già dannosa recessione cui rischiamo di andare incontro. È dunque fondamentale che la Bce conservi una credibilità granitica, diversamente potrebbe materializzarsi lo spettro di una nuova crisi del debito pubblico europeo.

Concludiamo spostando la nostra attenzione su un pro-

blema strettamente legato alla frammentazione dei mercati finanziari europei che potrebbe rivelarsi decisivo in questo frangente: si tratta della scarsità di risk-free asset denominati in euro.

Il confronto con il dollaro è impietoso: poiché l'intero debito pubblico Usa può essere considerato privo di rischio, l'offerta di obbligazioni risk-free denominate in quella valuta equivale a oltre il 120% del pil, mentre per l'eurozona, considerando i soli emittenti dotati di rating almeno pari a quello americano, l'universo investibile privo di rischio non arriva al 30% del pil.

In tale situazione, lo squilibrio fra domanda e offerta di attività risk-free rende quasi impossibile ai rendimenti offerti da taluni emittenti di salire al di sopra di certe soglie, contribuendo alla frammentazione.

La creazione di un safe asset europeo, attraverso una parziale mutualizzazione del debito, potrebbe aumentare l'offerta di titoli privi di rischio, contribuendo al contenimento degli spread. Negli anni sono state concepite numerose proposte in tal senso: l'augurio è che i cassetti nei quali sono state riposte siano presto aperti. (riproduzione riservata)

(*) *Responsabili servizi di gestione e Ricerca e analisi di Giotto Cellino sim*



GRAFICA MFM-MILANO FINANZA

