

Se mal gestita, la ripresa può essere rischiosa. Soprattutto per la Bce

DI GIOVANNI BIZZARRI*

Abbiamo alle spalle un lungo periodo di discesa dei tassi d'interesse. Basti dire che nel 2001 il tasso del Bund a 10 anni era superiore al 5% e nel 2010 si sono toccati i minimi al 2,30%. Gli investitori professionali hanno quindi cercato rendimenti più elevati a costo di un maggior rischio teorico. Dunque, l'appetito per il rischio non è stato una libera scelta ma una necessità, sicché prima sono andati a ruba i corporate bond, poi i bond dei paesi emergenti e infine gli high yields (lower tier 2, lower tier 1, eccetera). L'indice Itraxx, che misura i cds medi di 125 emissioni investment grade è così arrivato al minimo di 55 (a novembre) e analogo è stato il destino dei bond dei Paesi emergenti. E tuttavia, questo processo virtuoso si è recentemente arrestato. Due sono le ragioni essenziali: 1) da ottobre il tasso del decennale americano è salito dal 2,40% al 3,30% mentre il tasso sul Bund di pari durata è salito da 2,20% al 3%; 2) la frase della cancelliera Angela Merkel sulla necessità di fare sopportare il peso delle ristrutturazioni anche ai portatori di obbligazioni bancarie e

il conseguente aumento degli spread su obbligazioni governative e bancarie. Ora, mentre su quest'ultimo punto è poi intervenuta, sebbene non prontissima, la smentita della stessa cancelliera, precisando che il burden sharing avrebbe riguardato solo le emissioni dal 2013 in poi, la motivazione numero 1 è difficilmente gestibile nel caso in cui l'economia americana torni a crescere del 3,5%, come sostiene il presidente della Fed, Ben Bernanke, e che l'ottimismo si estenda all'Europa. A questo punto si verificherebbe infatti un rialzo dei tassi tedeschi e gli investitori romperebbero gli indugi incanalando verso quel Paese la loro liquidità, vendendo titoli rischiosi o percepiti come tali. L'aumento dei tassi tedeschi farebbe in sostanza diminuire l'appetito per il rischio, con gravi conseguenze per Paesi come Irlanda, Spagna e Portogallo. In effetti in questi Paesi l'aumento dei tassi d'interesse sarebbe molto più veloce rispetto al miglioramento dell'economia reale. Dob-

biamo quindi puntare sulla stagnazione dell'economia? Ovviamente no, ma si deve fare in modo che la ripresa sparga i propri doni anche sui paesi periferici, facendoli beneficiare di una riduzione dello spread nei confronti della Germania. E l'emissione di un bond europeo sarebbe la soluzione più adeguata per risolvere il problema.

È comprensibile che il governatore Mario Draghi sollevi dei problemi di carattere legale, ma di fronte alla posta rappresentata dall'euro qualche rischio bisognerà pur prenderlo. Oltretutto la recente riunione dei 27 Paesi membri ha compiuto un passo avanti, sebbene ancora modesto, verso il principio dell'Unione fiscale. Del resto, che l'euro non debba essere toccato è il mantra che vanno ripetendo quasi tutti. Non vorremmo sbagliarci, ma oggi sono più d'uno i segnali di un'Europa politica che lentamente si va affermando tra i politici più lungimiranti, al punto che

c'è chi pensa che le resistenze della cancelliera tedesca siano niente più che schermaglie tattiche. Il punto è che a ciò si è giunti anche in seguito all'allarme lanciato dalla Bce. Due numeri rendono meglio la situazione: acquisti di bond governativi per 70 miliardi di euro e finanziamenti alle sole banche irlandesi per 170 miliardi (con in collaterale, nella migliore delle ipotesi, bond governativi). Ciò vuol dire che se si dovesse arrivare alla ristrutturazione del debito pubblico di uno qualsiasi dei Paesi Ue o addirittura al break up dell'euro, il primo istituto a essere nei guai sarebbe proprio la banca centrale di Francoforte. Quindi, se gli europei non vogliono giocarsi la loro giovane banca centrale è meglio che imbocchino il più rapidamente possibile la strada che porta all'Unione fiscale e prima ancora quella che porta al bond europeo: solo così si può sperare in una rapida diminuzione degli spread, che peraltro produrrebbero plusvalenze utili alla difesa dell'euro nelle casse della Bce. (riproduzione riservata)

*presidente Banca Ifigest

