

Luiss

School of European Political Economy

Scudo anti-spread e politica monetaria

Lorenzo Bini Smaghi

Policy Brief 18/2022

LUISS



2 agosto 2022

Scudo anti-spread e politica monetaria

Lorenzo Bini Smaghi

Che differenza c'è tra lo scudo anti-spread varato dieci anni fa, dopo il famoso "*Whatever it takes*" pronunciato da Mario Draghi, e quello approvato di recente dalla BCE guidata da Christine Lagarde?

Molti sono gli aspetti in comune. Quello più importante è l'assenza di limiti quantitativi, impliciti o espliciti, all'azione della banca centrale. Sia nel caso dell'OMT (Outright Monetary Transactions), lanciato nel 2012, sia per il recente TPI (Transmission Protection Instrument), la Banca centrale può intervenire sul mercato dei titoli di stato in quantità rilevanti, potenzialmente illimitate, al fine di influenzarne le condizioni. L'obiettivo è quello di creare un forte deterrente per gli operatori di mercato a prendere posizioni opposte a quella della banca centrale.

L'altra similitudine riguarda la sterilizzazione degli interventi, necessaria ad assicurare che questi non producano effetti indesiderati sull'impostazione complessiva della politica monetaria. Il riferimento alla sterilizzazione è diverso nella descrizione dei due strumenti. Per l'OMT si indica semplicemente che la liquidità creata con l'OMT verrà pienamente sterilizzata. Nel caso del TPI, invece, si indica che la BCE valuterà l'impatto sul portafoglio di titoli detenuti dalla banca centrale e sulla liquidità, al fine di evitare effetti duraturi sull'impostazione della politica monetaria. Il diverso linguaggio può indurre a ritenere che il TPI sia sottoposto a maggiori vincoli rispetto all'OMT, ma ciò non appare corretto. Come nel caso del SMP (Securities Market Program) adottato nel maggio 2010, allo scoppio della crisi greca, la BCE ha tutti gli strumenti per sterilizzare l'impatto dell'acquisto di titoli sulla liquidità, in particolare attraverso l'emissione di certificati di deposito. La sterilizzazione della liquidità potrebbe anche avvenire attraverso la vendita di titoli già nel portafoglio della BCE stessa.

Infine, in entrambe i casi la decisione di attivare lo scudo rientra, in ultima istanza, nelle prerogative della Banca centrale europea, in modo discrezionale, senza alcun automatismo, in base alle sue valutazioni sulle condizioni di mercato.

Passiamo alle differenze. L'obiettivo dichiarato dei due scudi è in parte diverso. L'OMT, che fu varato nel 2012, a fronte di forti tensioni sui mercati finanziari che scontavano la possibile uscita di alcuni paesi dall'area dell'euro, intendeva assicurare l'integrità della politica monetaria e la sua trasmissione all'economia reale. Il più recente TPI, adottato in una fase meno drammatica, si concentra principalmente sulla trasmissione della politica monetaria, in una fase di rialzo generalizzato dei tassi d'interesse.

La differenza principale fra i due strumenti riguarda la condizionalità. Va chiarito da subito che vi sono due tipi di condizioni che devono essere soddisfatte affinché la BCE intervenga, quelle necessarie e quelle sufficienti.

Cominciamo dalle condizioni necessarie. Nel caso dell'OMT, un paese deve prima negoziare con il MES (Meccanismo Europeo di Stabilità) un programma di aggiustamento. Il MES può concedere assistenza

finanziaria se questa è considerata necessaria per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'intera area dell'euro e degli stati membri. L'assistenza viene erogata in cambio di impegni precisi ad adottare politiche di bilancio e strutturali coerenti con il risanamento macroeconomico. Le decisioni vengono prese all'unanimità del Consiglio di Amministrazione del MES e successivamente ratificate dai paesi membri.

Il TPI non richiede il ricorso al MES. Il nuovo scudo può essere messo in atto per tutti i paesi che rispettano preventivamente le procedure europee di coordinamento delle politiche economiche. Ne vengono menzionate quattro. La prima riguarda il Patto di Stabilità e crescita. Per poter beneficiare del nuovo scudo un paese non deve avere un disavanzo pubblico eccessivo, oppure non divergere significativamente dal percorso previsto per uscire da tale situazione. La seconda preconditione riguarda l'assenza di squilibri macroeconomici gravi o di politiche atte a correggerli. La terza riguarda la sostenibilità del debito pubblico. La quarta è la compatibilità con l'attuazione del PNRR.

In sintesi, a differenza dell'OMT, il TPI non richiede che un paese avvii un negoziato con il MES per definire un programma di aggiustamento ma piuttosto di essere conforme alle raccomandazioni esistenti relative al coordinamento delle politiche economiche. Ciò rappresenta un indubbio vantaggio, soprattutto dal punto di vista politico. Innanzitutto, si evita lo stigma di dover far ricorso all'aiuto esterno, che spesso ne scoraggia e ritarda la richiesta perché tale atto viene interpretato come il riconoscimento del fallimento dell'azione di governo. Inoltre, non è necessario sottoporre il proprio programma di aggiustamento al vaglio degli altri paesi, ciascuno dei quali potrebbe bloccarlo se non lo ritiene congruo. Infine, la BCE può intervenire prima che venga messo a rischio l'accesso di un paese al mercato finanziario, che talvolta precede la richiesta di sostegno al MES e che può portare alla ristrutturazione del debito.

In realtà, alcuni difetti del MES che scoraggiavano l'attivazione dell'OMT erano stati in parte superati con la riforma varata lo scorso anno, che prevedeva in particolare la possibilità di adottare programmi di aggiustamento preventivi, con condizionalità limitata. La riforma del MES, in senso preventivo, non è tuttavia stata ratificata da tutti i paesi, in particolare dall'Italia.

In sintesi, il TPI è attivabile anche nei confronti di paesi che si trovano in difficoltà economiche, come un disavanzo superiore al 3% del Pil o squilibri macroeconomici rilevanti, se le politiche sono comunque in linea con le raccomandazioni e gli impegni già presi con le istituzioni europee. Di fatto, tutti i paesi europei - Italia inclusa - attualmente soddisfano i requisiti del TPI. L'Italia soddisfa attualmente i criteri di coerenza con le regole fiscali (assenza di disavanzi eccessivi) e degli squilibri macroeconomici (ha squilibri macroeconomici eccessivi, ma la Commissione europea non ha attivato lo stadio successivo della procedura che richiede la presentazione di un *Corrective Action Plan*). In entrambe i casi verrà fatta una nuova valutazione a maggio 2023, nell'ambito del semestre europeo. La procedura di valutazione della sostenibilità del debito della Commissione indica un alto rischio di sostenibilità a medio e lungo termine: la valutazione sarà aggiornata il prossimo anno. Il rispetto del criterio relativo alle raccomandazioni fiscali sarà verificato quando il nuovo governo presenterà la nuova bozza di bilancio e la Commissione emetterà la sua opinione. Un aspetto fondamentale al riguardo è che la spesa corrente cresca ad un ritmo inferiore al tasso di crescita potenziale del Prodotto lordo. La Commissione sta peraltro verificando le condizioni del PNRR per erogare la prima tranche del 2022.

Se un paese non rispettasse più una delle condizioni previste, in seguito ad un cambiamento drastico di politica economica, riguardo il risanamento delle finanze pubbliche, oppure le riforme per ridurre gli squilibri macroeconomici o le misure concordate nell'ambito del PNRR, la BCE non potrebbe più mettere in atto il TPI.

Ciò esporrebbe il paese a forti instabilità. Resterebbe solo la possibilità di ricorrere all'OMT, che richiede tuttavia il sostegno del MES.

Il TPI crea pertanto un forte incentivo per i paesi membri a condurre politiche economiche coerenti con il quadro di coordinamento delle politiche economiche europee.

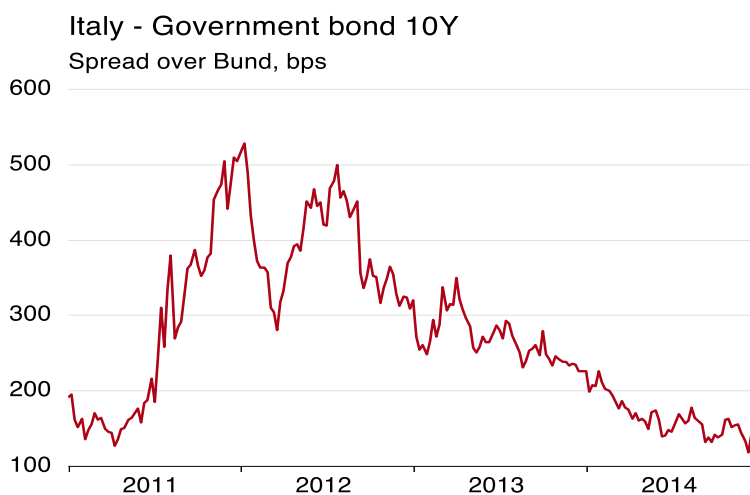
Rispettare le condizioni necessarie per l'attivazione del TPI non comporta comunque alcun obbligo per la BCE. Come per l'OMT, la BCE si riserva piena discrezionalità per decidere se l'intervento è giustificato, in base agli obiettivi indicati sopra.

L'OMT non fu mai usato, nonostante vari paesi avessero un programma di sostegno concordato con il MES già nel 2012, come la Spagna, il Portogallo o l'Irlanda. Come ricordato sopra, l'annuncio stesso dell'OMT produsse da subito effetti rilevanti. Tuttavia, gli spread di vari paesi rimasero elevati, superiori a 200 punti, per oltre un anno, senza per questo indurre la BCE ad intervenire. Evidentemente la BCE considerò che la dinamica dei tassi innescata da metà 2012 non ponesse più alcun pericolo per l'integrità dell'area dell'euro e per la trasmissione della politica monetaria.

Allo stesso modo, anche se vengono rispettati i criteri per l'attivazione del TPI, la BCE si riserva il diritto di intervenire ad ogni momento, senza indicare delle soglie obiettivo o prendere impegni precisi riguardo al livello dello spread che dovrebbe far scattare l'operazione. L'intento della banca centrale non è in effetti quello di sostituirsi al mercato nella determinazione dei prezzi delle attività finanziarie ma piuttosto di evitare che si sviluppino dinamiche destabilizzanti, generate da aspettative che si auto-alimentano. L'intervento mira a favorire un corretto funzionamento del mercato piuttosto che sostituirsi al mercato stesso. Non ci si deve dunque sorprendere se il nuovo strumento conferisce alla BCE ampi margini di discrezionalità operativa, pur rispettando i criteri di rendicontazione ex post previsti per le operazioni di politica monetaria.

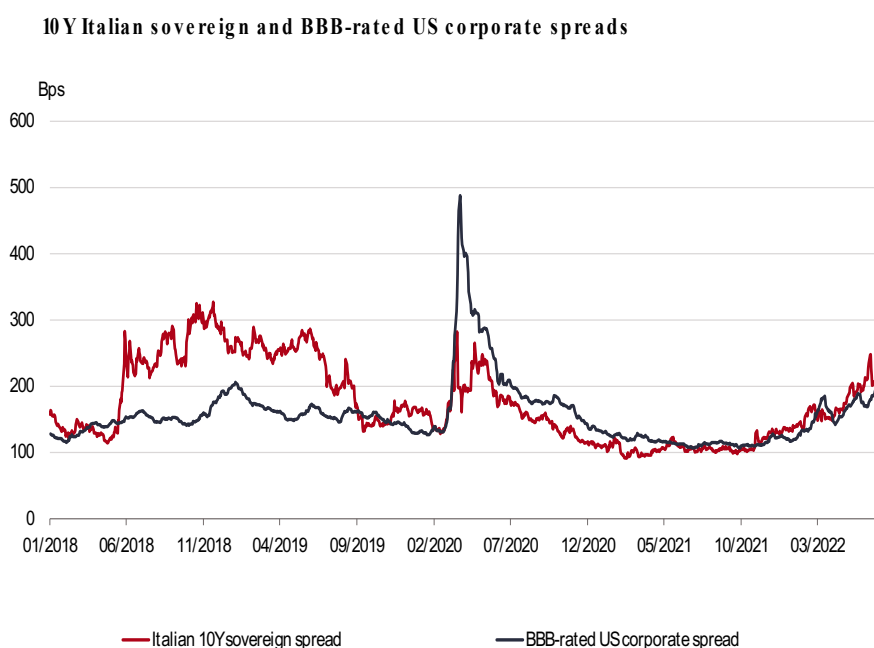
Alla luce di quanto sopra, ci si può chiedere se il TPI possa essere altrettanto efficace dell'OMT. In effetti, diversamente dall'annuncio del *Whatever it takes*, il TPI non ha determinato una immediata riduzione dello spread, in particolare tra i titoli di stato italiani e tedeschi.

Alcune considerazioni al riguardo. La prima è che, nel caso dell'OMT, l'annuncio del 26 luglio 2012 si inserì in un contesto particolarmente drammatico, con uno spread superiore ai 500 punti base, e senza alcun riferimento alla condizionalità necessaria per beneficiare dello scudo anti-spread. Di fatto, i mercati interpretarono quelle parole come una disponibilità della BCE ad intervenire senza limiti - con il cosiddetto bazooka - e senza condizioni. Lo spread scese di circa 100 punti base in poche settimane. Si stabilizzò successivamente poco sopra 300 punti tra settembre e ottobre 2012, proprio durante la discussione del Comitato direttivo della BCE sui termini e sulle condizioni del nuovo strumento. In quella fase erano peraltro emerse divergenze all'interno del Comitato direttivo della BCE sulla portata e le caratteristiche del nuovo strumento, che Draghi aveva annunciato a luglio, ma per il quale dovevano ancora essere definiti i dettagli operativi.



Il successivo allentamento delle condizioni monetarie, con la riduzione dei tassi d'interesse in territorio negativo nel 2014 e il Quantitative easing nel 2015, favorirono il calo ulteriore del differenziale, senza che ci fosse bisogno di mettere concretamente in atto l'OMT.

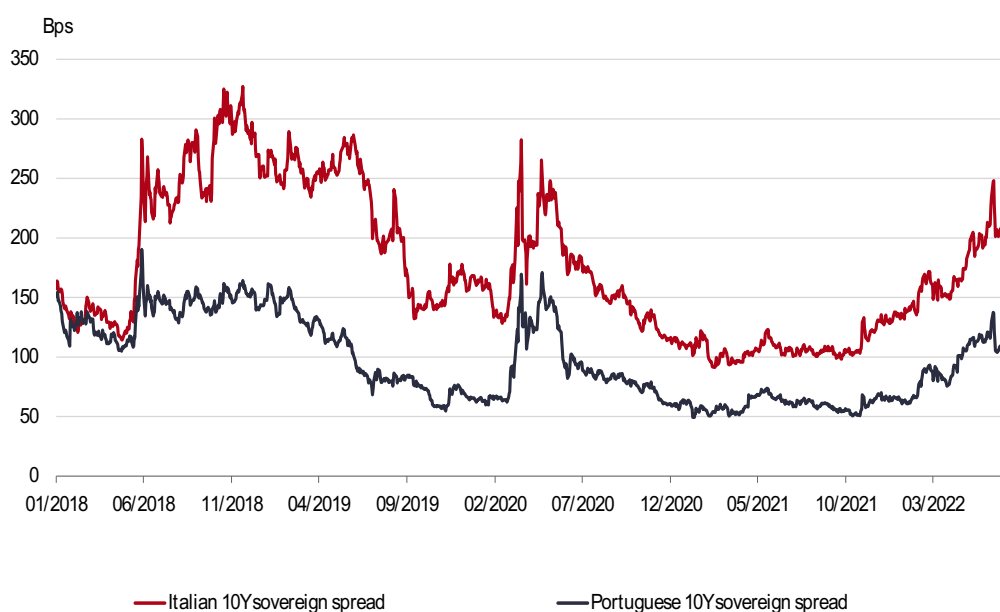
Il TPI è stato invece annunciato in una fase di aumento dei tassi d'interesse, che inevitabilmente comporta aggiustamenti di portafoglio che tendono a penalizzare, almeno inizialmente, i titoli più rischiosi. Non è pertanto sorprendente che in questa fase gli spread aumentino. Il confronto con lo spread tra titoli con un rating tripla B (lo stesso dell'Italia) e tripla A (lo stesso della Germania) negli Stati Uniti mostra che nella fase recente di aumento dei tassi anche quel differenziale è aumentato, raggiungendo i 200 punti base, come si vede nel grafico sotto. Ciò suggerisce che l'evoluzione recente dello spread non è necessariamente dovuta ad una distorsione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria ma piuttosto ad un normale aggiustamento dei mercati.



In conclusione, l'efficacia del TPI dipenderà dal modo in cui esso verrà utilizzato dalla BCE, se e quando sarà necessario, e dalle aspettative del mercato riguardo alla determinazione della BCE stessa di farne uso. Sarebbe tuttavia un errore pensare che il TPI possa da solo determinare il livello dello spread tra i tassi d'interesse sui titoli di stato italiani e quelli tedeschi. Questo dipende in larga parte dai fondamentali dell'economia italiana, in particolare le aspettative riguardo alle politiche economiche e alla crescita di lungo periodo. Il confronto con la performance di un altro paese con un rating tripla B, il Portogallo, è rivelatore.

Quando fu pronunciato il *Whatever it takes* lo spread del Portogallo nei confronti della Germania superava i 1000 punti base, ben più alto di quello italiano. Negli anni successivi si è ridotto più rapidamente di quello italiano. Dalla metà del 2018 è passato sotto lo spread tra i BTP e Bund, di oltre 100 punti, come si può vedere nel grafico sotto.

10 Y Italian and Portuguese sovereign spreads



Hanno inciso su tale evoluzione vari fattori. Il primo è la maggior stabilità politica, che ha evitato al Portogallo il rialzo del differenziale registrato in Italia dopo le elezioni del 2018. Il secondo fattore è la crescita economica. Dal 2018 al 2022 il Portogallo è cresciuto complessivamente dell'8,4%, contro l'1,9% dell'Italia. Le ultime previsioni della Commissione europea indicano per il 2023 una crescita dell'1,9% contro il nostro 0,9%, il ritmo più basso dell'area dell'euro. Il terzo fattore riguarda la finanza pubblica. Le previsioni europee indicano una progressiva riduzione del disavanzo pubblico portoghese all'1% del Prodotto lordo nel 2023, che determina un calo del rapporto debito/Pil di circa 12 punti negli ultimi due anni, contro un disavanzo del 4,3% dell'Italia, che dovrebbe far scendere il debito di circa 5 punti.

Ciò significa, in ultima istanza, che l'evoluzione dello spread nel tempo dipende in larga parte dalle condizioni sottostanti dei vari paesi, più che dalle azioni della banca centrale.