

Allianz Research

Spread: rischio di frammentazione nell'Eurozona

6 Luglio 2022



Andreas (Andy) Jobst
Global Head of
Macroeconomic and Capital
Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

Katharina Utermöhl
Senior Economist
katharina.uterhoehl@allianz.com

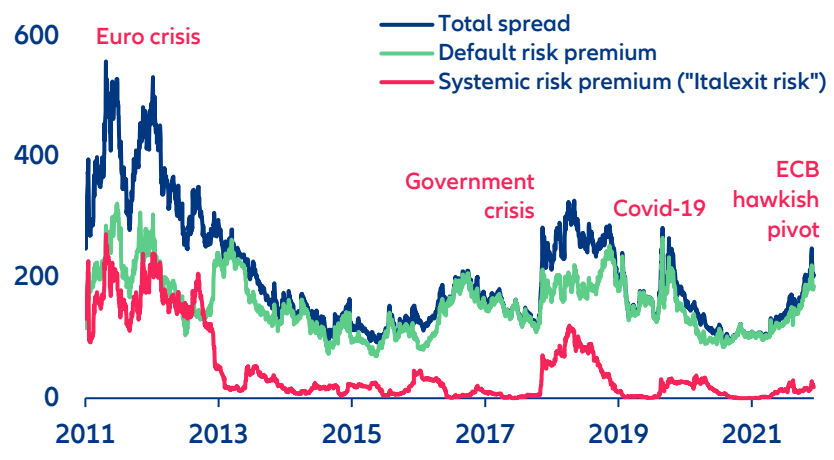
EXECUTIVE SUMMARY

- *La BCE si trova di fronte a un "trilemma del rischio" poiché il suo indirizzo aggressivo di politica monetaria solleva lo spettro del rischio di frammentazione, che minaccia di impedire l'efficiente trasmissione della politica monetaria. Nella prossima riunione del 21 luglio, la BCE dovrà mettere a punto uno strumento anti-frammentazione che convinca i mercati, mantenga qualche aspetto costruttivo, rispetti i confini giuridici e non ostacoli il ritmo della normalizzazione delle politiche..*
- *Tuttavia, lo strumento può servire solo come misura temporanea poiché combatte il sintomo piuttosto che la causa. Mentre la BCE può comprimere i premi per il rischio di default guidando la potenziale frammentazione (e può fornire incentivi per la prudenza fiscale attraverso la condizionalità), non può affrontare direttamente il rischio di ridenominazione. Pertanto, la normalizzazione della politica monetaria esercita una maggiore pressione su un'efficace governance fiscale basata su regole nell'Eurozona..*

La BCE è intrappolata tra l'incudine e il martello a causa del rischio di frammentazione.

La BCE si trova di fronte a un "trilemma del rischio" mentre il suo pivot di politica monetaria da falco solleva lo spettro del rischio di frammentazione. L'aumento dei tassi è essenziale per evitare che le aspettative di inflazione si disancorino, dato che gli squilibri tra domanda e offerta persistono e i costi dell'energia restano elevati. Tuttavia, l'inasprimento monetario aumenta anche il costo di rifinanziamento dei Paesi più vulnerabili, i cui spread di credito sovrano sono saliti a livelli che erano stati sperimentati l'ultima volta durante l'apice della crisi di Covid-19. Un aumento del premio per il rischio fa parte di qualsiasi ciclo di inasprimento monetario. Tuttavia, in un'unione valutaria come l'Eurozona, la variazione disomogenea dei premi per il rischio del debito pubblico dei Paesi membri può minacciare la stabilità finanziaria. Un allargamento eccessivo degli spread sovrani in alcuni Paesi ("rischio di frammentazione") può ostacolare la trasmissione efficiente della politica monetaria e quindi minare la stabilità finanziaria (Figura 3). Il parametro comune per la frammentazione nell'Eurozona è lo spread sovrano dei Paesi più vulnerabili rispetto al rendimento di riferimento dei titoli di Stato tedeschi o al tasso overnight swap (OIS) (Figure 2 e 3). I governi con posizioni fiscali più deboli devono già affrontare costi di rifinanziamento più elevati, poiché la fine del *quantitative easing* lascia una maggior quantità di debito sovrano in mani private, imponendo una maggiore disciplina di mercato sulla sostenibilità del debito. Il nesso banche-sovrani e il quadro prociclico delle garanzie della BCE agiscono come amplificatori del rischio di frammentazione.

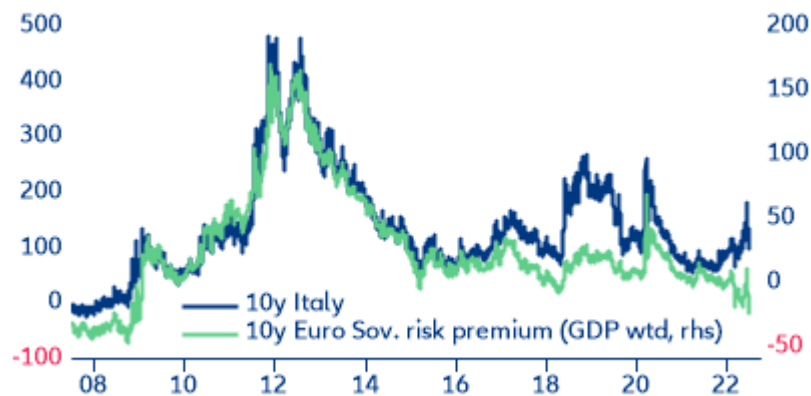
Figura 1: Scomposizione dello spread per l'Italia a 10 anni (vs Germania, in pb)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Il mese scorso, subito dopo che la BCE ha sparato il colpo di pistola per il suo primo ciclo di rialzi dalla crisi finanziaria globale, gli spread sovrani periferici hanno testato i livelli dall'ultima volta che era stato fatto al picco dello shock Covid-19 all'inizio del 2020 (ad esempio 250 pb per il debito pubblico italiano a 10 anni). L'annunciata flessibilità nell'attuale (e completo) reinvestimento degli acquisti di attività effettuati nell'ambito del PEPP ha da allora calmato i mercati. Tuttavia, nella prossima riunione del 21 luglio, la BCE dovrà ora mantenere la promessa di uno strumento di controllo dello spread che convinca i mercati, rispetti le linee rosse legali e non interferisca con la normalizzazione delle politiche.

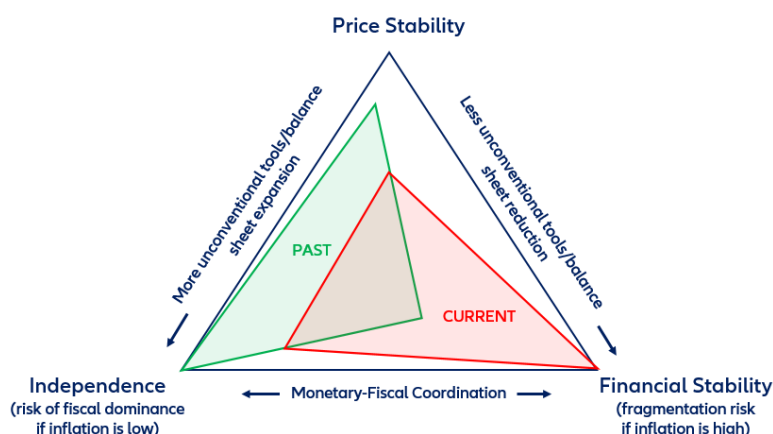
Figura 2: Premio per il rischio sovrano in Italia (rendimento a 10 anni vs OIS, in pb)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Finora, la BCE non ha mai dovuto affrontare il rischio di frammentazione durante i periodi di stretta finanziaria, ma solo nel contesto delle recessioni, quando l'accomodamento della politica monetaria "solleva da tutte le situazioni difficili" e aiuta a contenere gli spread sovrani mentre i tassi di interesse diminuiscono. La gestione del rischio di frammentazione derivante dalla stretta finanziaria è una situazione nuova (e al di fuori dello spettro degli strumenti tradizionali della BCE per sostenere la domanda aggregata).

Figura 3: Il trilemma del rischio della BCE passa dal contesto deflazionistico a quello inflazionistico



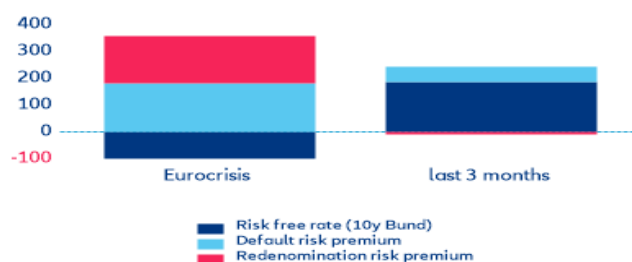
Fonte: Allianz Research

La situazione attuale condivide alcune caratteristiche della crisi del debito sovrano europeo.

Come nel 2011, c'è un alto grado di incertezza: crescenti rischi geopolitici, crescita anemica e prolungati squilibri tra domanda e offerta, spingono verso l'alto l'inflazione in un momento in cui l'Eurozona sta ancora curando le ferite della crisi Covid-19. Più di un decennio fa, l'Eurozona era sul punto di implodere all'indomani della crisi finanziaria globale. Siamo anche al punto di svolta nel ciclo finanziario, mentre la Federal Reserve statunitense intraprende una posizione monetaria decisamente aggressiva, stabilendo la cadenza per il ciclo di rialzo dei tassi della BCE. Nel 2011, la BCE aveva alzato i tassi due volte prima di invertire la rotta.

Tuttavia, ci sono anche differenze significative. Durante la crisi del debito sovrano europeo, la frammentazione è stata in gran parte causata dal rischio di ridenominazione, in quanto i crescenti timori di una disgregazione dell'Eurozona hanno provocato flussi transfrontalieri dai titoli sovrani "vulnerabili" a quelli "sicuri". Il rischio di ridenominazione ha spiegato metà dell'aumento di 250 pb del rendimento dei titoli di Stato italiani a 10 anni, mentre il tasso privo di rischio (Bund a 10 anni) è sceso di 100 pb. Il disaccoppiamento dei movimenti dei rendimenti indicava uno stress sistemico. Oggi la situazione può sembrare simile. Negli ultimi tre mesi, i rendimenti italiani sono aumentati di 240 pb al massimo. Ma questo movimento è guidato dall'aumento dei tassi risk-free attesi in risposta all'inasprimento della politica monetaria (180 pb) in un momento in cui i rendimenti sono ancora storicamente bassi (5% nel 2012 contro il 2% di oggi). Il premio per il rischio di default è aumentato solo di 60 pb (Figura 4). L'attuale divergenza non ha ancora causato una frammentazione che potrebbe evolvere in una crisi sistemica.

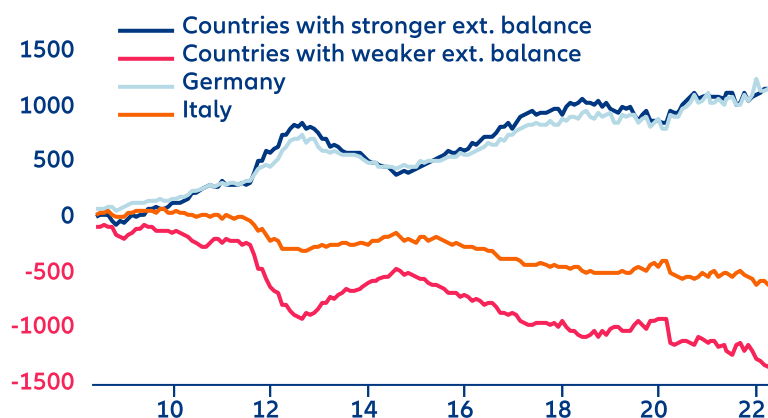
Figura 4: Scomposizione della variazione dei rendimenti dei titoli di Stato italiani a 10 anni (in pb))



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Tuttavia, se non affrontato, un tale scenario potrebbe diventare più probabile. Ad esempio, il rischio di ridenominazione per l'Italia di solito appare quando il premio per il rischio di default a 10 anni raggiunge i 250 punti base (attualmente a 180 punti base). Poiché gli squilibri di TARGET 2 raggiungono livelli record, un continuo ampliamento della divergenza fiscale potrebbe causare un deterioramento auto-soddisfacente delle condizioni di finanziamento, con un crescente rischio di frammentazione che mette a dura prova l'integrità dell'Eurozona a causa dei flussi di beni rifugio verso le economie non vulnerabili (Figura 5).

Figura 5: Saldi TARGET 2 (in miliardi di EUR)



Fonti: BCE, Allianz Research. Nota: GFC=crisi finanziaria globale; 1/ Paesi con un saldo delle partite correnti tradizionalmente negativo e/o una posizione fiscale più debole.

I sei comandamenti dello strumento anti-frammentazione della BCE

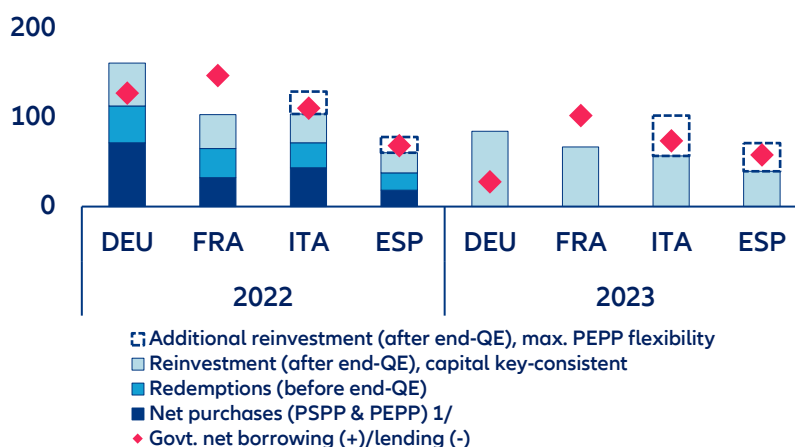
Il piano della BCE per un programma di controllo degli spread può aiutare a evitare che lo stress del mercato obbligazionario diventi un ostacolo alla normalizzazione delle politiche. Tuttavia, l'attuale allargamento degli spread non riflette uno shock comune per l'Eurozona e quindi limita la capacità della BCE di controllare gli spread senza condizionalità e sterilizzando la liquidità degli acquisti di attività. Pertanto, è improbabile che il programma di controllo degli spread pianificato si basi sugli strumenti anti-frammentazione esistenti, che sono stati progettati per affrontare uno shock comune senza sterilizzare nuova liquidità (Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)) o sono dotati di una condizionalità molto rigorosa (Open Market Transactions (OMT)). Ci sono tuttavia diverse lezioni da episodi passati di aumento del rischio di frammentazione che potrebbero informare la progettazione di uno strumento anti-frammentazione:

1) Bisogna impegnarsi in un'ambiguità costruttiva, massimizzando gli strumenti esistenti!

La BCE non ha bisogno di mettere tutte le sue carte sul tavolo, ma dovrebbe fornire un'idea generale della sua potenza di fuoco. Come minimo, la BCE può reinvestire le attività in scadenza detenute nell'ambito del PEPP, il che include temporaneamente (ossia fino a un anno) gli acquisti sovrappesati di debito pubblico emessi da paesi i cui spread sovrani in aumento rischiano di compromettere l'efficiente trasmissione della politica monetaria (cioè Italia e Spagna). Tuttavia, anche se i reinvestimenti nell'ambito del PEPP sono effettuati in modo flessibile (e sterilizzato), con un volume totale di 250 miliardi di EUR (+120 miliardi di EUR con caricamento anticipato fino a un anno), la BCE farà fatica ad assorbire (temporaneamente) il fabbisogno finanziario netto delle grandi economie vulnerabili (figura 6). La BCE ha anche munizioni per ulteriori acquisti di attività nell'ambito del PEPP

(~ 150 miliardi di euro). In ogni caso, l'attenzione non dovrebbe essere focalizzata su una spiegazione dettagliata, ma piuttosto su una comunicazione credibile sulla falsariga di "e credetemi sarà sufficiente" (Draghi, luglio 2012). Ciò impedirebbe ai mercati di fare i conti e testare i limiti.

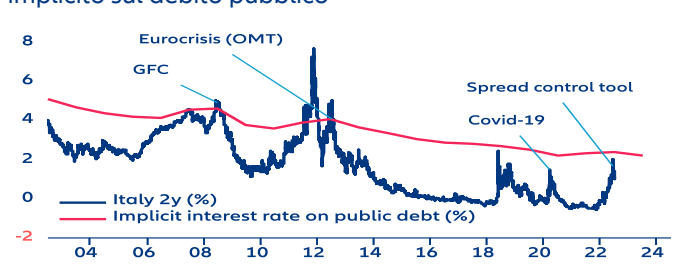
Grafico 6: Acquisti stimati di debito pubblico (miliardi di EUR)



Fonti: BCE, FMI, Refinitiv, Allianz Research. Nota: 1/ PSPP = programma di acquisto di attività del settore pubblico; PEPP=programma di acquisto per l'emergenza pandemica. La "massima flessibilità del PEPP" raddoppia il reinvestimento stimato del debito pubblico detenuto in PEPP in scadenza, con acquisti incentrati solo su Italia e Spagna.

2) Bisogna mantenere un'ampia definizione di rischio di frammentazione! Il mandato della BCE è principalmente quello di garantire la stabilità dei prezzi piuttosto che proteggere i paesi membri da costi di rifinanziamento più elevati a causa di squilibri fiscali. Mentre gli spread sovrani a 10 anni dei paesi vulnerabili rispetto al rendimento del Bund tedesco a 10 anni potrebbero essere diventati un indicatore generale del rischio di frammentazione, sarebbe utile ampliare questa definizione ristretta di rischio di frammentazione per includere una serie più ampia di indicatori di stress. Questi potrebbero includere variazioni dei tassi a breve termine (ad esempio rendimenti a 2 anni come indicatore delle condizioni di accesso al mercato) nonché la salute del settore bancario, i tassi sui prestiti del settore privato e l'accesso efficiente alla moneta della banca centrale, con il quadro delle garanzie dell'Eurosistema (offerta sicura di attività). Dopo tutto, un tale approccio fornirebbe una visione più completa su quanto il meccanismo di trasmissione della politica monetaria sia compromesso. È interessante notare che i passati interventi sul mercato della BCE hanno spesso coinciso con i rendimenti del debito pubblico italiano che si avvicinavano all'onere implicito degli interessi sul debito pubblico in essere dell'Italia (Figura 7).

Figura 7: La BCE tende a reagire quando il rendimento a 2 anni dell'Italia si avvicina al tasso implicito sul debito pubblico



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

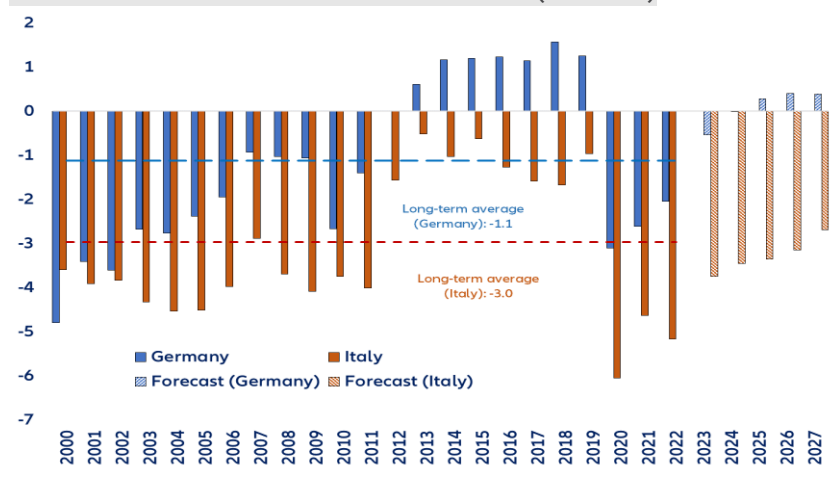
- 3) **Non bisogna limitare i rendimenti!** Riteniamo che la BCE dovrebbe astenersi dal tracciare una "linea numerica" nella sabbia sulla falsariga delle osservazioni fatte dal governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, che ha suggerito che gli spread italiani dovrebbero essere limitati a 150 pb. Innanzitutto, il controllo del rendimento definitivo o dello spread si avvicina al finanziamento monetario che è proibito. Inoltre, rendimenti più elevati sono parte della soluzione, non il problema quando si tratta di attrarre investitori privati. Se la BCE punta a un livello di spread per le obbligazioni italiane troppo basso, la compressione degli spread rischia di spiazzare gli investitori privati. Inoltre, se la BCE annuncia un livello di spread che ritiene appropriato, si aspetta che i mercati lo testino. Più in generale, la BCE non dovrebbe né promettere troppo su ciò che può offrire né aumentare le aspettative che non può soddisfare da sola. In ogni caso, uno strumento anti-frammentazione può servire solo come stampella temporanea. Al di là dell'immediato breve termine, l'onere è a carico della politica economica e fiscale nazionale per calmare le preoccupazioni degli investitori in materia di sostenibilità del debito.
- 4) **Bisogna applicare la condizionalità!** Gli strumenti anti-frammentazione esistenti non sono adatti allo scopo. Mentre l'OMT richiede un elevato grado di condizionalità (tramite un programma ESM), che è improbabile che i paesi accettino, il PEPP viene fornito senza vincoli (poiché il Covid-19 è stato uno shock comune) e, quindi, rischia di combattere la frammentazione con una maggiore posizione dominante fiscale. La BCE potrebbe proporre una condizionalità ex ante impegnando i paesi a rispettare i loro obiettivi di bilancio a medio termine e/o gli impegni concordati al momento della domanda di finanziamento a fondo perduto del piano per la ripresa e la resilienza (PRR) della Commissione europea. Una rigorosa condizionalità (ex post) non è ottimale in quanto ostacoli (politici) elevati potrebbero limitare l'applicazione/accettazione dello strumento e, di conseguenza, la sua credibilità.
- 5) **Bisogna sterilizzare!** Una preoccupazione chiave del progetto sarà il modo in cui la BCE può normalizzare la politica mentre acquista attivamente debito pubblico. Per evitare un'ulteriore espansione del suo bilancio, dovrà sterilizzare gli interventi anti-frammentazione del mercato del debito. Orientare i reinvestimenti verso il debito emesso da paesi vulnerabili sarebbe completamente sterilizzato dalla costruzione ed eviterebbe così di minare l'effettiva stretta monetaria. Potrebbe esacerbare, tuttavia, le deviazioni dalla chiave di capitale. Invece, le obbligazioni sovranazionali, che rappresentano circa il 10% degli attuali acquisti di attività del settore pubblico, sarebbero più adatte poiché (i) la chiave di capitale non sarebbe influenzata, (ii) fornirebbe scarse attività sicure al mercato e (iii) non ci sarebbe alcun impatto diretto su ogni singolo paese..
- 6) **Bisogna rimanere entro i limiti di legge!** Il Consiglio direttivo della BCE deve rispettare le linee rosse giuridiche stabilite nel trattato, come l'adesione allo schema di sottoscrizione del capitale, in quanto qualsiasi violazione potrebbe comportare ulteriori sfide legali. In particolare, il limite informale del 50% per gli emittenti è una delle principali preoccupazioni al riguardo. Per diversi paesi siamo già vicini al limite quando tutti i programmi di acquisto di attività sono consolidati. Il rispetto dei limiti giuridici contribuirà a salvaguardare la credibilità della BCE. Dopotutto, sarebbe di scarsa utilità proporre uno strumento di lotta allo spread "senza limiti" che gode solo di una breve durata, data una sentenza sfavorevole della corte costituzionale, sia essa in Lussemburgo o a Karlsruhe. Ciò rischierebbe di passare da un "put della BCE" a un "kaput" innescando nuove turbolenze di mercato.

Uno strumento anti-frammentazione non è una panacea.

Mentre il profilo di rischio del debito pubblico dell'Eurozona alla base della curva dei rendimenti contiene un premio di rischio di default, proprio come i Treasury USA e i Gilt britannici (anche se con variazioni cross-country), esso è al contempo influenzato dal rischio di ridenominazione (cioè il rischio FX implicito di un determinato paese se dovesse uscire dall'Eurosistema). Il rischio di ridenominazione è difficile da affrontare direttamente. Durante la crisi del debito europeo, il rischio di ridenominazione era legato alla possibile perdita di accesso al mercato. Da allora, la creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) e la sua funzione di sostegno per i Paesi membri dell'Eurozona hanno ridotto significativamente il rischio di una crisi della bilancia dei pagamenti. Il Single Resolution Board (SRB), insieme al meccanismo di finanziamento per il quadro europeo di risoluzione delle crisi bancarie, è diventato un elemento essenziale per limitare il costo fiscale delle stesse crisi bancarie (con il suo effetto di retroazione sul rischio sovrano). Il nesso debito sovrano-banca rimane comunque considerevole, in quanto le banche dei Paesi vulnerabili rimangono fortemente esposte al debito pubblico locale. In ogni caso la BCE difficilmente può agire sul rischio di ridenominazione quando questo è legato alla politica interna, ad esempio il sostegno alle politiche euroscettiche che flirtano con l'idea di un'uscita dall'euro (crisi greca nel 2015, crisi del governo italiano nel 2018). Il rischio di frammentazione del mercato rimarrà quindi in parte politico.

È necessaria una soluzione strutturale per combattere la causa piuttosto che il sintomo. In definitiva, la preoccupazione per il rischio di frammentazione è un'ammissione dell'inefficacia della *governance* fiscale nell'Eurozona (che determina il rischio di ridenominazione). È ampiamente riconosciuto che il quadro di bilancio dell'UE deve essere riformato. Il quadro attuale comporta una serie complessa di vincoli e spesso si basa su criteri non osservabili, sia a livello dell'UE che nazionale, che complicano il monitoraggio efficace e la comunicazione pubblica, e creano rischi di incoerenza e sovrapposizione tra le diverse parti del sistema. Di conseguenza, molti dei paesi ad alto debito non sono riusciti a ridurre i loro rapporti debito/PIL negli ultimi anni, mentre le differenze nel saldo strutturale rimangono ampie (figura 8).

Grafico 8: Germania e Italia : saldo strutturale (% del PIL)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

In futuro è necessario un quadro di bilancio credibile, trattabile e applicabile, che attenui il rischio di frammentazione che incide sulla formulazione dell'orientamento monetario della BCE. La riforma delle regole di bilancio potrebbe comportare il passaggio a una regola di crescita della spesa con un ancoraggio del debito, insieme a una capacità fiscale centralizzata permanente per la stabilizzazione macroeconomica e gli investimenti. L'istituzione di tale

capacità di bilancio centrale potrebbe contribuire a plasmare una *governance* di bilancio più efficace: (i) fornendo incentivi per il rispetto delle regole fiscali, condizionando l'accesso al rispetto delle stesse; (ii) stimolando gli investimenti pubblici e (iii) rafforzando la resilienza della zona euro. Una particolare attenzione agli investimenti per il clima potrebbe anche essere un modo più efficiente per progredire verso gli obiettivi climatici comuni dell'UE, dato che i rendimenti degli investimenti potrebbero essere più elevati nei paesi con meno spazio fiscale.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes