

## Se la Fed piange il Tesoro non ride

*di Massimo Mucchetti*

Dunque, la Federal Reserve potrebbe emettere proprie obbligazioni. In 95 anni di storia non era mai accaduto. La notizia, riportata dal Wall Street Journal, la dice lunga sulla sofferenza del sistema finanziario internazionale che proprio nella Fed aveva il suo motore immobile. E consente qualche paragone con l'Italia.

Al momento, la Fed ha attivi per 2.241 miliardi di dollari, due volte e mezzo quelli di 18 mesi fa. Con l'attuazione degli interventi di sostegno a mutui immobiliari e credito al consumo, sfonderà il tetto dei 3 mila miliardi. Oggi la Fed si finanzia con la base monetaria, i depositi delle banche e i versamenti del Tesoro: tre fonti che si vanno inaridendo. La Fed non può stampare troppa moneta se non vuole alimentare tensioni inflattive. Né può raccogliere dalle banche molti altri fondi essendo già salita da zero a 777 miliardi. Il Tesoro, arrivato dal nulla a quasi 600 miliardi, ha iniziato a rientrare. Ma per una banca centrale emettere debito diretto non è tanto semplice. A quali tassi lo farà, tenuto conto della scarsa qualità dei nuovi attivi e della concorrenza dei titoli di Stato? Saranno ancora una volta i cinesi a sottoscrivere, e quale influenza potranno avere sulla Fed?

Da noi non sta accadendo niente di tutto questo. La Banca d'Italia è forte. Sia perché Ciampi e Fazio (sì, anche Fazio) sono stati più seri di Greenspan e Bernanke, sia in virtù del suo bilancio: un patrimonio netto di 19 miliardi di euro e conti di rivalutazione per 38 a fronte di attivi per 272 miliardi. Il sistema bancario italiano è giudicato solido dalla Vigilanza. Certo, il Tesoro lo vorrebbe ulteriormente patrimonializzare per non diminuire il credito all'economia in recessione. Sul punto il governatore Draghi e il ministro Tremonti concordano. La difficoltà sta nell'esecuzione degli interventi. Lo Stato, dice il decreto anticrisi, potrà sottoscrivere obbligazioni con caratteristiche tali da poter essere inserite nel patrimonio di vigilanza. Segnaliamo quattro problemi: a) posto che ogni banca emetta i suoi, questi bond destinati al Tesoro pagheranno un tasso uniforme o diverso, in ragione della rischiosità dell'emittente? b) ove il tasso sia unico, a quale livello si collocherà se Unicredit ha deliberato un'emissione analoga a poco meno del 10%? c) se chi sottoscrive l'emissione Unicredit partecipa al governo della banca, lo Stato rinuncerà a ogni diritto di governance limitandosi alla sorveglianza dei prefetti sugli impieghi (troppo e troppo poco) o, sentita la Banca d'Italia, inserirà qualche degna persona nei consigli? d) come si finzierà il Tesoro?

Emettere debito pubblico a medio termine oggi non è costoso in assoluto, ma lo è sempre di più in termini relativi, visto che il differenziale rispetto ai bund tedeschi ormai supera il punto percentuale e che in futuro agli Stati emittenti si aggiungeranno soggetti privati dagli Stati comunque garantiti. I nuovi bond bancari, del resto, potranno essere ritirati solo dalle banche (che lo faranno quanti più interessi dovranno pagare). Per il Tesoro sono perpetui, e dunque dovrebbero essere coperti con emissioni a lungo termine. A meno che lo Stato non scommetta sulle scadenze come un hedge fund.