

**RISCHIO-ITALIA****LA SOLIDARIETÀ  
EUROPEA  
CHE FA BENE  
ALLO SPREAD**

Il rischio-Italia è molto sensibile al clima politico interno e alle concrete manifestazioni di solidarietà da parte dell'Ue. All'Europa il dovere di tutelare l'intesa sul Recovery Fund evitando clausole insidiose

**di Marcello Minenna**

**T**ra i pochi lati positivi della pandemia c'è la riscoperta di uno spirito di mutuo supporto tra i Paesi europei, come dimostra l'intesa dei giorni scorsi sul Recovery Fund.

Fino a un anno fa un risultato simile sarebbe stato impensabile: il rapporto tra l'Italia e l'Europa si era incrinato e il nostro Paese appariva sempre più isolato.

Anche i principali indicatori del rischio-Italia erano su livelli preoccupanti, con lo spread stabilmente intorno a 250 punti base a segnalare l'elevato rischio di credito dei Btp. Una parte rilevante di questo rischio era data dal rischio di ridenominazione, cioè di un'uscita dall'Eurozona e ritorno alla lira. In un simile scenario (Italexit) molto probabilmente la lira si svaluterebbe causando una perdita a chi detiene Btp.

**S**ui mercati questo rischio è misurato dall'Isda Basis, cioè la differenza di prezzo tra i derivati di credito conformi allo standard Isda 2014 e quelli conformi allo standard Isda

2003, poiché solo per il primo la ridenominazione è un evento di credito. A un periodo di relativa stabilità è seguita, dal 2017, una fase di turbolenza a più riprese dell'Isda Basis durata fino all'estate scorsa. La fiammata iniziale è avvenuta in connessione con la campagna elettorale in Francia, dove si temeva la vittoria dei partiti anti-europei.

Nel maggio 2018 è stata invece l'evoluzione del quadro politico interno con l'insediamento del governo giallo-verde ad alimentare un nuovo e più significativo incremento dell'Isda Basis.

Questo periodo è stato per l'Italia (come a suo tempo per la Grecia) il punto culminante delle criticità legate alla perdita della sovranità monetaria e all'esercizio puramente formale di quella fiscale dato che le decisioni di politica economica nazionale sono soggette alla doppia valutazione dei mercati e delle istituzioni europee.

La problematicità di questo assetto è emersa con chiarezza dalla risposta dell'Europa alla crisi finanziaria globale che è stata infatti ispirata alla segregazione dei rischi nei singoli Stati. La reazione dei paesi periferici ha oscillato tra il mantenimento della conformità alle regole europee e un sentimento anti-europeista che ha favorito l'ascesa di forze politiche sovraniste. Per l'Italia ciò spiega perché, all'apice delle tensioni con l'Europa, l'Isda Basis abbia superato i 110 punti base, pari a una probabilità di Italexit del 9%.

A fine agosto 2019 è iniziata una fase di normalizzazione del rischio di ridenominazione sul debito pubblico italiano, segnale di una ritrovata sintonia con l'Europa. Il successivo scoppio dell'epidemia nel nostro paese ha minacciato di nuovo questo delicato equilibrio. Tra il 9 marzo - quando l'Italia

entrava in lockdown - e il 15 maggio scorso si sono registrate nuove fibrillazioni del rischio di Italexit per via della deludente risposta iniziale delle istituzioni europee all'emergenza Covid. Per fortuna l'Europa ha riconsiderato tempestivamente la situazione e ha agito di conseguenza già nella seconda metà di marzo col lancio del Qe pandemico e la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita.

Grazie a questo mutato atteggiamento l'Isda Basis non ha mai superato i 65 punti base. Dopo alcuni sussulti ad aprile (in concomitanza con una mega-emissione di Btp) e inizio maggio (per la sentenza della Corte Costituzionale tedesca sulla legittimità di Qe), il rischio di ridenominazione ha ripreso a ridursi tornando a valori di inizio anno.

Il comportamento degli indicatori mercato mostra quindi che rischio-Italia è molto sensibile al clima politico interno e alle concrete manifestazioni di solidarietà da parte dell'Ue nei confronti di paesi più fragili. Con questa consapevolezza bisogna affrontare prossimi passi: all'Europa il dovere di tutelare l'intesa sul Recovery Fund evitando clausole insidiose nel testo definitivo di singoli paesi quello di spendere responsabilmente le risorse mee a disposizione. La sfida è aperta e la posta in gioco è il destino del progetto europeo.

*Direttore Generale  
dell'Ag. delle Dogane e dei Monopoli*

**@MarcelloMinenna**  
*Le opinioni espresse sono  
strettamente personali*

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### Rischio di ridenominazione dell'Italia durante l'epidemia

Anno 2020. In punti base

