

RISCHIO ITALIA

# RADIOGRAFIA DEL CALO DELLO SPREAD

di **Marcello Minenna**

Il premio per assicurarsi dal *default* dell'Italia, misurato dallo spread sui contratti *credit default swaps* (Cds), dopo un 2018 turbolento e 6 mesi oltre quota 200 punti base (pb), è tornato negli ultimi 3 mesi vicino ai 130, il livello minimo raggiunto nel periodo pre-elettorale. Semplice associare questa riduzione a motivi squisitamente politici; in realtà la lettura del fenomeno è più complessa. In coerenza con quanto traspare dall'analisi dei movimenti di

capitale verso l'estero infatti, un primo consistente calo a giugno 2019 può essere spiegato dal drastico cambio delle aspettative di politica monetaria degli operatori di mercato; un secondo a luglio per via del rinvio della procedura d'infrazione mentre ad agosto 2019 la caduta dello spread è guidata dalla risoluzione della crisi di governo e l'insediamento di un nuovo esecutivo.

*Continua a pagina 13*

RISCHIO ITALIA

# RADIOGRAFIA DI TRE MESI CON LO SPREAD IN DISCESA

di **Marcello Minenna**  
—*Continua da pagina 1*

Per supportare questa interpretazione è necessario analizzare le differenze tra i nuovi Cds basati sulla normativa introdotta nel 2014 dall'Associazione internazionale degli intermediari in swap e derivati (Isada) e i contratti basati sulla normativa del 2003.

I Cds Isada 2014 includono un riferimento alla ridenominazione in "nuove lire" come evento creditizio. In sostanza, con questo contratto se l'Italia uscisse dall'euro (Italexit) il detentore sarebbe pienamente assicurato. Ovviamente il premio dell'assicurazione "full optional" è più elevato e la differenza misura la probabilità che gli operatori di mercato stanno assegnando alla possibile uscita dalla moneta unica.

Nel caso dell'Italia il differenziale tra i due premi assicurativi aveva oscillato intorno a livelli elevati, oltre gli 80 pb da maggio 2018, cioè dalla definizione del contratto di governo. Questa componente di

rischio subisce un ridimensionamento drastico ad inizio giugno precipitando da 90 a poco meno di 40 pb a metà luglio.

La situazione politica italiana a giugno non sembra essere determinante; anzi le tensioni tra governo e Commissione europea raggiungono il culmine proprio nella terza decade con l'avvio della procedura di infrazione. Il rischio generico di essere un Paese periferico al pari della Spagna si riduce del 40% a giugno, suggerendo una causa comune.

La svolta avviene a seguito del meeting Bce del 6 giugno in cui si apre a nuove misure di politica monetaria espansiva tra cui il Quantitative Easing. Nelle settimane successive le probabilità quotate dal mercato di un taglio dei tassi di interesse chiave entro settembre passano dal 18% al 70% mentre la bilancia dei pagamenti registra acquisti di titoli governativi dall'estero per oltre +35 miliardi (il valore più alto dal 1997).

L'analisi della componente residuale di rischio, specifico dell'Italia, rinforza questa ipotesi. Il rischio nazionale infatti non scende a giugno, ma addirittura sale in coerenza con

l'inasprimento dei negoziati tra governo e Commissione.

L'inversione di tendenza avviene soltanto dopo il 28 giugno grazie al rinvio della procedura d'infrazione.

Movimento speculare al rialzo intorno alla metà di luglio, in connessione con i negoziati per la nomina del presidente della Commissione e la frattura tra le forze di maggioranza.

La successiva, brusca caduta dello spread avviene dopo il 15 agosto, quando prende corpo l'ipotesi di una nuova maggioranza di governo. Le singole componenti del rischio Italia ovviamente scendono in sincrono, ma si osserva – coerentemente con le attese – una maggiore riduzione del rischio specifico di oltre il 60%;



il rischio di Italexit si contrae moderatamente (-15% sotto i minimi di luglio) mentre la componente di rischio "periferico" rimane stazionaria, a riprova che i fattori determinanti dopo il 15 agosto vanno attribuiti alle evoluzioni politiche interne.

Economista

@MarcelloMinenna

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il premio per assicurarsi dal default dell'Italia, misurato dallo spread sui contratti credit default swaps (Cds), è tornato negli ultimi 3 mesi vicino ai 130 punti base, il livello minimo raggiunto nel periodo pre-elettorale

