

7 ottobre 2019

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

SPREAD, RADIOGRAFIA DI TRE MESI DI DISCESA

di Marcello Minenna

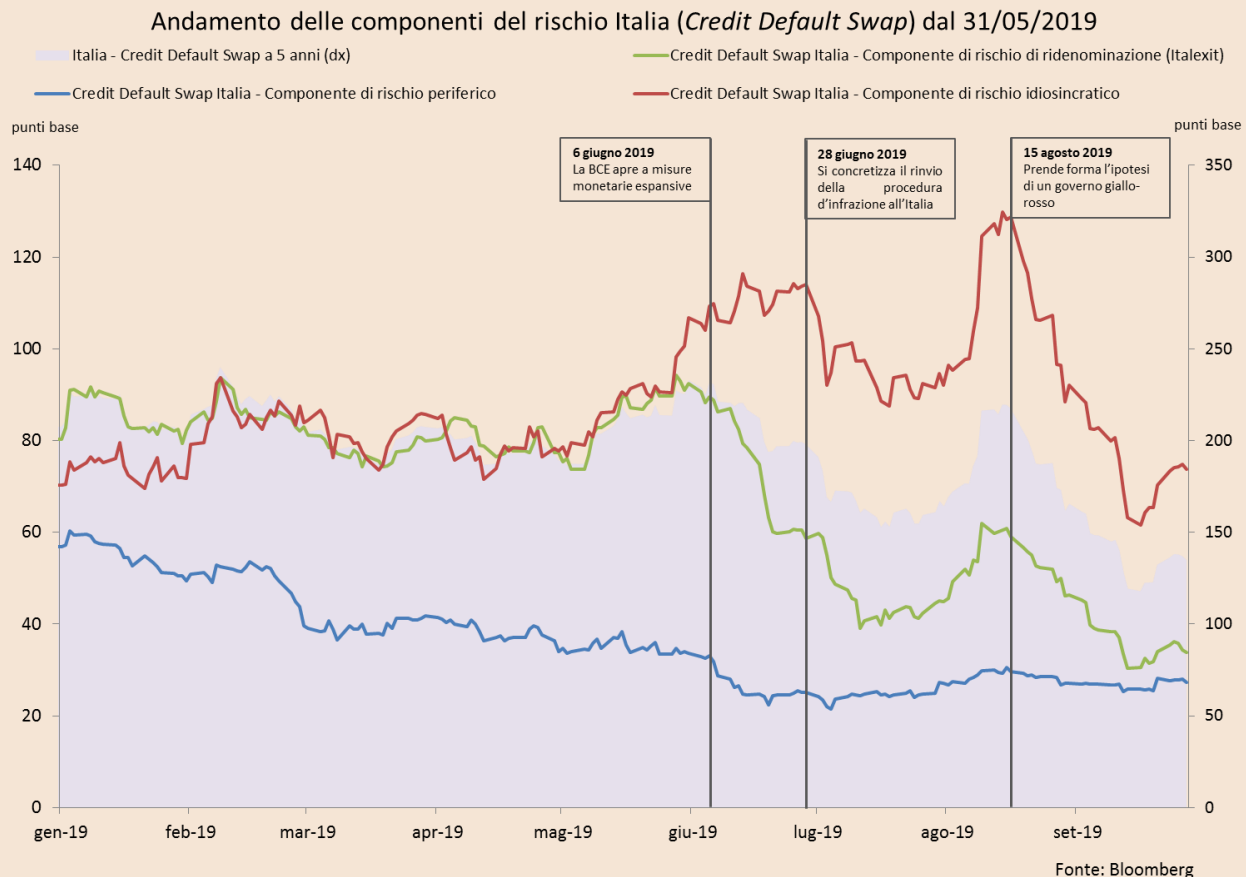
Dopo un 2018 turbolento e 6 mesi oltre quota 200, lo *spread* sui derivati di credito (i c.d. *credit default swaps* – CDS), cioè il premio pagato dagli operatori per assicurarsi dal rischio di *default* dell'Italia negli ultimi 3 mesi è tornato vicino ai 130 punti, grosso modo il livello minimo raggiunto nel periodo pre-elettorale. Sebbene possa apparire semplice associare questa riduzione dello *spread* di credito 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 tra giugno e luglio 2019 può essere spiegato in larga misura dal drastico cambio delle aspettative di politica monetaria degli operatori di mercato; solo in seconda battuta – ad agosto 2019 – la caduta dello *spread* è guidata dalla risoluzione della crisi di governo e l'insediamento di un nuovo esecutivo.

Per supportare questa interpretazione è necessario analizzare le differenze tra i nuovi contratti CDS basati sulla normativa più recente introdotta nel 2014 dall'Associazione internazionale degli intermediari in swap e derivati (ISDA - un'organizzazione di categoria che riunisce gli operatori in derivati negoziati fuori Borsa) ed i vecchi contratti basati sulla normativa del 2003.

I nuovi contratti CDS basati sull'ISDA 2014 includono un riferimento esplicito alla ridenominazione in una nuova valuta come evento creditizio, mentre quelli basati sulla precedente versione del 2003 no. In sostanza, con un contratto CDS ISDA 2014 se l'Italia uscisse dall'Euro (*Italexit*) il detentore sarebbe pienamente assicurato, nell'altro caso no. Ovviamente il premio dell'assicurazione "*full optional*" è più elevato rispetto a quella base; la differenza dovrebbe misurare la probabilità che gli operatori di mercato stanno assegnando all'evento ulteriore assicurato dal CDS ISDA 2014 e cioè la possibile uscita dalla moneta unica.

Nel caso dell'Italia il differenziale tra i due premi assicurativi era quadruplicato a maggio dello scorso anno in concomitanza con la definizione del contratto di governo ed aveva oscillato da allora intorno a livelli molto elevati superiori agli 80 punti base, in risposta alle varie iniziative del governo e alla valutazione dello stato della congiuntura economica. Questa componente di rischio subisce un ridimensionamento drastico ad inizio giugno (cfr. Figura 1, linea verde), precipitando da 90 a poco meno di 40 punti base a metà luglio; in altre parole il peso del rischio dell'evento *Italexit* sul rischio complessivo Italia si riduce dal 40% al 25% circa.

Figura 1



Cosa è successo nel mese di giugno per abbattere del 40% il rischio di *Italexit* percepito dagli operatori? La situazione politica italiana non sembra essere determinante; anzi le tensioni tra governo e Commissione Europea raggiungono il culmine proprio nella terza decade di giugno con le minacce concrete di apertura della procedura di infrazione. Maggiori informazioni si ottengono se si esamina l'andamento delle altre componenti del rischio Italia: è possibile identificare infatti un rischio generico connesso con l'appartenenza ad un'area valutaria non ottimale e che non applica il *risk-sharing*. Si tratta di un rischio aspecifico che l'Italia condivide gli altri Paesi periferici europei e che allo stato attuale, in mancanza di strumenti finanziari negoziabili che incorporino il rischio medio della periferia, trova il miglior strumento *proxy* nello *spread* di credito della Spagna (linea blu in Figura 1). Anche questa componente si riduce del 40% nel mese di giugno suggerendo una causa comune a tutti i Paesi dell'Eurozona.

Non appare dunque un caso che, a seguito del *meeting* BCE del 6 giugno in cui il Presidente Draghi per la prima volta apre a nuove misure di politica monetaria espansiva citando espressamente la possibilità di un riavvio del *Quantitative Easing*, le probabilità quotate dal mercato di un taglio dei tassi di interesse chiave entro settembre passano dal 18% al 70% osservato il 1° luglio. In questo contesto, la ridotta percezione del rischio per i titoli governativi dei Paesi dell'area Euro ha indotto una corsa all'accaparramento dei titoli a più alto rendimento, in particolare quelli italiani e greci. A riprova di ciò, a giugno la bilancia dei pagamenti registra acquisti di titoli governativi da parte di investitori esteri per oltre +35 miliardi (il valore più alto registrato dal 1997).

L'analisi della componente residuale del rischio di credito dell'Italia collegata a fattori "idiosincratici", cioè specifici dell'Italia ed in questa circostanza connessi con la situazione politica ed economica nazionale, rinforza la verosimiglianza dell'ipotesi di prevalenza del fattore aspettative di politica monetaria nello spiegare la discesa dello *spread* a giugno. Questa componente di rischio nazionale infatti (cfr. di nuovo Figura 1, linea rossa) non segue l'andamento decrescente delle altre, ma addirittura sale durante il mese di giugno, in coerenza con l'inasprimento dei negoziati tra governo e Commissione Europea. La misura del rischio specifico prezzata dal mercato insomma cresce, ed inverte la tendenza soltanto dopo il 28 giugno grazie al profilarsi di un rinvio della procedura d'infrazione e le rassicurazioni del Presidente del Consiglio e del Ministro dell'Economia. Nello stesso periodo si riduce ulteriormente anche il rischio di *Italexit* fino ad un livello minimo di 39 punti base il 12 luglio.

Da uno sguardo d'insieme di Figura 1, è possibile apprezzare come le componenti di rischio specifico e di *Italexit* si muovano in sincrono (con correlazione vicina al 100%) per oltre 1 anno da maggio 2018 fino a fine maggio 2019, per poi mostrare un radicale *decoupling* a giugno immediatamente dopo il *commitment* della BCE ad una rinnovata politica monetaria espansiva.

La discesa dello *spread* subisce un arresto intorno alla metà di luglio, in connessione con i negoziati per la nomina del Presidente della Commissione Europea e la frattura tra le forze di maggioranza su tale tema. In questo caso tutte le componenti invertono la tendenza ed iniziano a crescere, ma con diversa intensità: il rischio di ridenominazione (cfr. Figura 2, linea rossa) ed il rischio condiviso con la periferia dell'Eurozona (cfr. Figura 3, linea verde) crescono di circa il 20%, rimanendo comunque ben al di sotto dei livelli di partenza. Il rischio specifico (cfr. Figura 4, linea viola) d'altro canto schizza in alto del 40%, con la maggior quota dell'aumento registrata successivamente al 5 agosto quando si apre ufficialmente la crisi di governo.

Figura 2

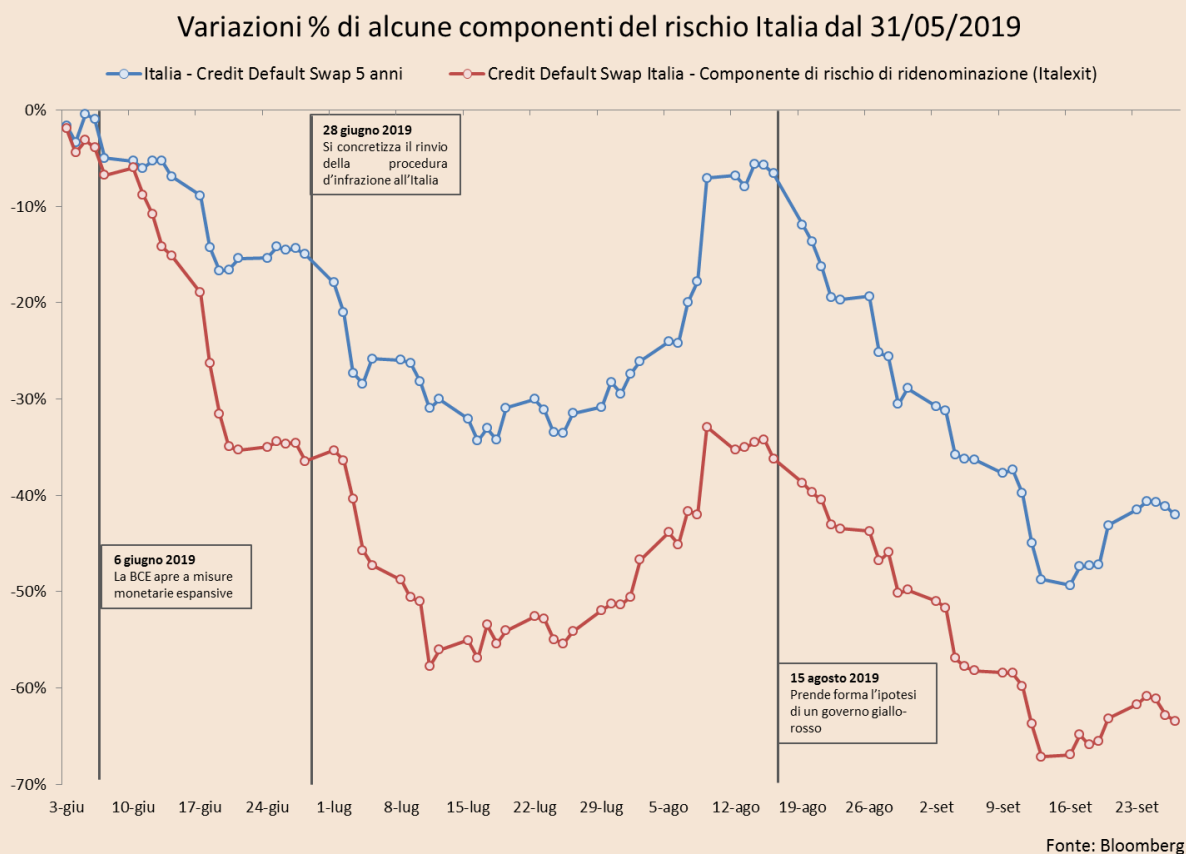
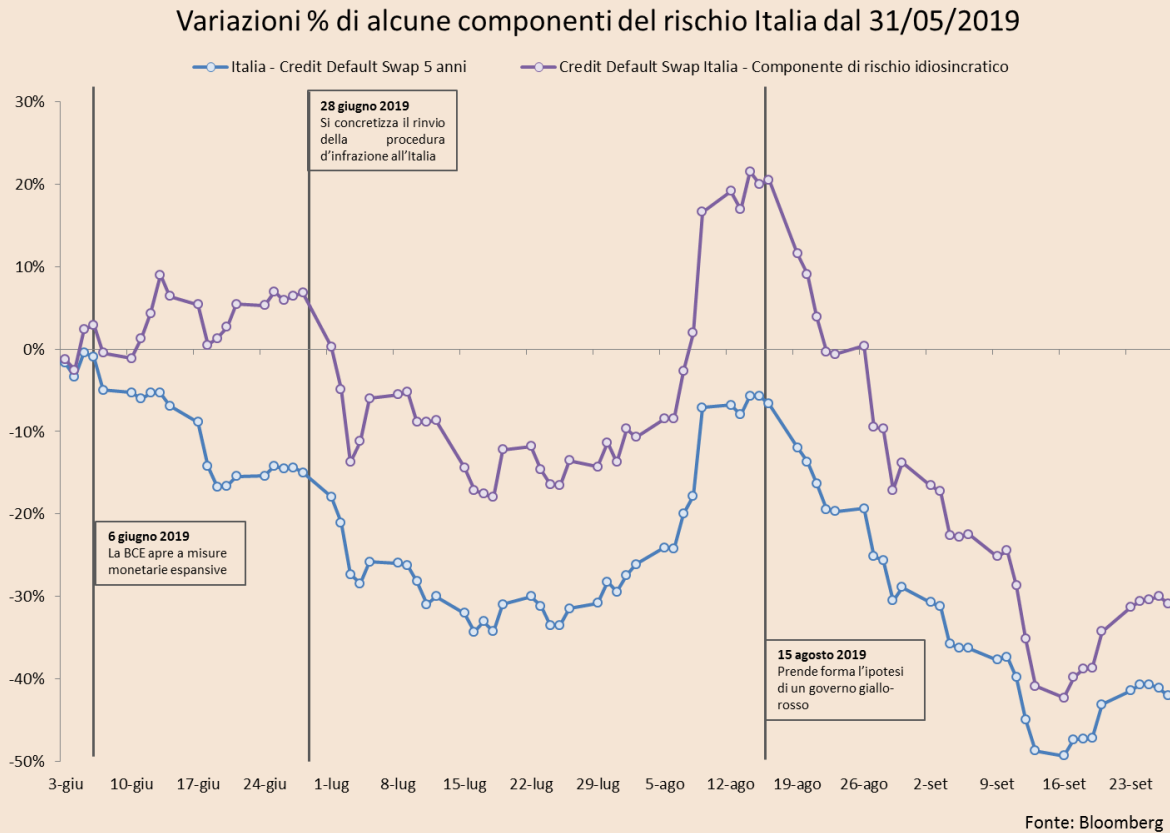


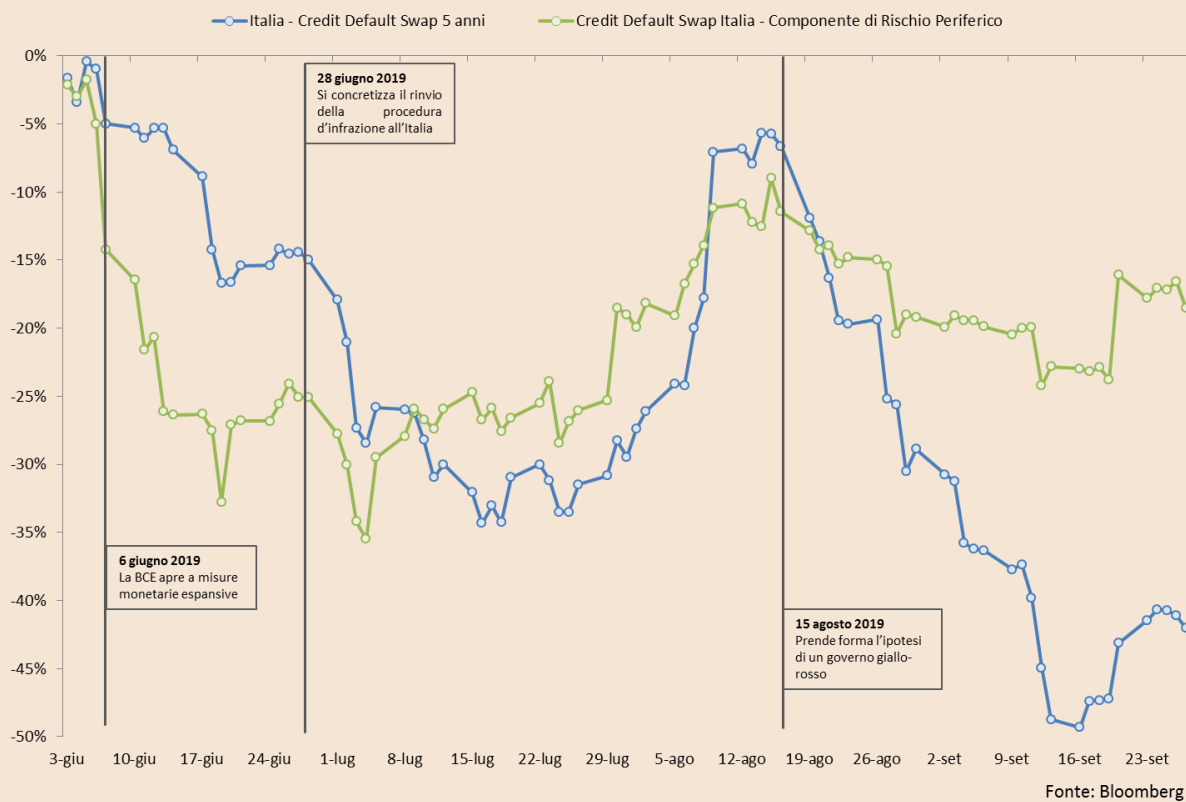
Figura 3



La successiva, brusca inversione di marcia dello *spread* avviene successivamente al 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 idiosincratico (di oltre il 60%); il rischio di *Italexit* si contrae moderatamente, scendendo di un ulteriore 15% al di sotto dei minimi raggiunti a luglio. La componente di rischio condiviso con gli altri Paesi periferici invece rimane sostanzialmente stazionaria (-10%), a riprova che i fattori determinanti della discesa dello *spread* dopo il 15 agosto vanno attribuiti in netta misura alle evoluzioni politiche interne.

Figura 4

Variazioni % di alcune componenti del rischio Italia dal 31/05/2019



Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna