

Data Stampa 6901-Data Stampa 6901
LETTURA DELL'INDICATORE
Data Stampa 6901-Data Stampa 6901

SPREAD E CREDIBILITÀ DELLO STATO

di **Marcello Minenna**

Lo spread Btp-Bund viene spesso presentato come una misura sintetica della solidità finanziaria del Paese. In realtà questo differenziale incorpora componenti eterogenei, non riducibili al solo rischio di credito tra cui cruciale è il rischio politico-

istituzionale, che include anche il rischio - esplicito o latente - di ridenominazione del debito pubblico in una valuta diversa dall'euro. Utilizzando un approccio market-based, che confronta lo spread con il premio di credito implicito nei Cds sovrani, emerge come per lunghi periodi il premio politico è nullo o trascurabile.

COME LEGGERE L'ANDAMENTO DELL'INDICATORE

SPREAD E CREDIBILITÀ DELLO STATO

Si tratta di un indicatore sensibile della qualità e della credibilità del quadro istituzionale europeo e nazionale

Mentre compare in specifiche fasi storiche caratterizzate da discontinuità istituzionale, incertezza di policy o fragilità dell'assetto europeo. Una prima emersione si osserva a cavallo tra il 2010 e il 2011: il mercato inizia a prezzare non tanto un rischio di insolvenza, quanto l'inadeguatezza della governance europea di fronte alla crisi del debito sovrano. È la fine dell'assunto implicito secondo cui l'Unione monetaria fosse irreversibile.

Il secondo periodo, tra la metà del 2011 e il 2012, rappresenta il vero punto di svolta. Qui il political risk premium esplode e raggiunge livelli elevati. In questa fase, la componente politica e quella di ridenominazione diventano indistinguibili: lo spread incorpora il rischio di eventi estremi, inclusa l'uscita dall'euro o la conversione forzata dei titoli. Non a caso, la compressione di questo premio avviene a seguito dell'intervento della Bce che sancisce l'irreversibilità dell'euro e di una postilla nell'accordo del Fondo Salva Stati (Esm) che elimina nel debito pubblico di nuova

emissione l'immediata facoltà di ridenominazione in altra valuta da parte degli Stati membri.

Segue una lunga fase, dal 2013 alla prima metà del 2018, in cui il premio politico si azzerava quasi completamente. Il mercato torna a interpretare lo spread prevalentemente come rischio di credito e di liquidità, mentre il rischio di ridenominazione viene di fatto neutralizzato dalla politica monetaria e dal rafforzamento dell'architettura europea.

Il quarto periodo, tra il 2018 e il 2019, è particolarmente istruttivo. Il premio politico riemerge in assenza di una crisi macroeconomica e senza un deterioramento proporzionale dei Cds. Qui il mercato prezza l'incertezza sulla direzione della politica fiscale, il conflitto con le istituzioni europee e la volatilità del quadro decisionale. È un rischio politico "domestico", non sistemico, ma sufficiente a riattivare una componente autonoma dello spread.

Durante la pandemia, nel 2020, l'intervento straordinario della Bce e la risposta fiscale europea non danno margine al political risk premium dimostrando la natura istituzionale, più che economica, del fenomeno.

Un sesto episodio si colloca nel 2022, con la fine del Qe e la normalizzazione della politica

monetaria. Il premio politico torna a salire, ma in modo moderato, riflettendo timori di frammentazione finanziaria e interrogativi sulla capacità degli strumenti europei di contenere shock asimmetrici.

Infine, nel periodo più recente, il political risk premium appare marginale anche per via della marginalità del debito pubblico emesso ante 2012 e quindi più soggetto a rischio di ridenominazione in altra valuta.

Si può concludere che lo spread non misura una fragilità permanente del Paese, ma reagisce in modo selettivo a shock politici e istituzionali, soprattutto quando questi riattivano, anche implicitamente, il rischio di ridenominazione. Non si tratta quindi di un giudizio definitivo sull'Italia, quanto di un indicatore sensibile della qualità e della credibilità del quadro istituzionale europeo e nazionale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

