

RISCHIO SOVRANO

**ESAME SPREAD
PER ITALIA
E SPAGNA**

di **Marcello Minenna**

Dall'inizio della crisi e fino alla seconda metà del 2016 gli spread di Italia e Spagna (cioè, rispettivamente, il differenziale di rendimento tra Btp e Bund e quello tra Bonos e Bund) sono stati sostanzialmente allineati con un minimo scarto a nostro favore se si considera lo spread reale, cioè al netto delle dinamiche inflattive.

Per i mercati contava fondamentalmente la paragonabilità del rapporto tra debito complessivo (privato e pubblico) e Pil nel presupposto che una crisi del debito privato sarebbe stata affrontata attraverso una sussidiarie-

tà del settore pubblico e viceversa. E in effetti così è stato: la grave crisi del settore bancario spagnolo del 2012 ha visto interventi della Bce e del Fondo Salva-Stati (Esm) che si sono traslati in un incremento di circa 25 punti del rapporto tra debito pubblico e Pil.

—*Continua a pagina 10*

DAL RISCHIO SOVRANO AL RISCHIO SOVRANISMO

ITALIA E SPAGNA ALL'ESAME DELLO SPREAD

di **Marcello Minenna**

—*Continua da pagina 1*

In Italia invece, con il sostegno dei prestiti triennali della Bce (LTRO), le banche hanno comprato titoli di Stato per oltre 200 miliardi di euro.

Invece a partire da fine 2016 i mercati hanno apprezzato per l'Italia una maggiore rischiosità. Alcuni sperequativi interventi regolamentari europei hanno infatti aumentato il focus sul nostro Paese; innanzitutto l'inasprimento dei controlli solo sull'eccesso di debito pubblico e non anche, ad esempio, su quello privato o sull'avanzo commerciale.

In secondo luogo – dopo che altri governi erano intervenuti a sostegno delle loro banche per centinaia di miliardi – c'è stata la stretta dell'Ue sui salvataggi statali delle banche (*bail-in*) e sui crediti deteriorati (di cui i nostri istituti di credito non erano ancora stati ripuliti), mentre così non è stato per i rischi della finanza strutturata assai presente al contrario

nelle banche di altri paesi membri.

In terzo luogo il Quantitative Easing – affidando l'acquisto dei titoli di Stato alle banche centrali nazionali (finanziate dalla Bce) – ha spinto sino al record di mille miliardi di euro il credito Target2 della banca centrale tedesca, equi-ripartito verso Italia e Spagna e indicativo di quanti rischi siano stati segregati in questi due paesi. I mercati danno però una ponderazione diversa e peggiore dei rischi all'Italia per via della crescente instabilità politica ed insofferenza verso gli indirizzi europei, a cui si aggiunge il giudizio negativo sulla traslazione in spesa corrente degli spazi di manovra fiscale.

Risultato: come mostra l'andamento degli spread reali, Italia e Spagna dopo anni di gemellanza sono ormai su binari divergenti (*decoupling*).

Analisi quantitative su dati di mercato indicano come una parte significativa di questo *decoupling* derivi da un circolo vizioso che ruota intorno alla percezione di un rischio-

sovrano, vale a dire il timore degli investitori per le possibili conseguenze di un'Italexit (uscita dall'euro e ridenominazione del debito pubblico in lire). Questi timori sono infatti alimentati dalla crescente insofferenza della politica nazionale verso i dictat europei che, a loro volta, diventando più severi, aumentano il premio al rischio sui nostri titoli di Stato e, quindi, le probabilità di un simile scenario.

Da queste considerazioni emergono anche possibili soluzioni. Ad esempio, Bruxelles ha dato aperture sulla spesa pubblica in conto capitale, perché dati i moltiplicatori elevati stimolerebbe sensibilmente la cre-

scita. Ma allora perché non mettere in cima all'agenda dell'Italia un piano di investimenti pubblici che trasformi il Sud del paese nella più moderna area logistica dell'Eurasia capace d'intercettare il traffico commerciale ed energetico che passa per il Mediterraneo? Un veicolo pubblico ad hoc potrebbe operare in una rinnovata cornice di regole e controlli europei in materia di appalti e contenzioso – così da non ripetere gli errori del passato in tema di opere pubbliche e tranquillizzare gli altri paesi membri in termini di accountability – e, tramite un sistema di garanzie a prezzi di mercato, avvicinare anche il risparmio privato e i fondi previ-

denziali alla realizzazione di investimenti infrastrutturali. Una soluzione del genere peraltro incrementerebbe la leva turistica valorizzando il nostro patrimonio artistico e darebbe un margine di manovra in più al tema dei flussi migratori che potrebbero essere impiegati nella modernizzazione infrastrutturale del Paese.

Non mancano validi "ingegneri" pronti a riavviare la costruzione degli Stati Uniti dell'Eurozona sulla base di queste e di altre progettualità. Ora però serve un forte mandato politico.

📍@MarcelloMinenna
Economista

Roma e Madrid, dopo anni di gemellanza, sono ormai su binari divergenti: il rischio di un'Italexit (uscita dall'euro e ridenominazione del debito pubblico in lire) agita gli investitori

Spread BTP-Bonos in termini reali

Scadenza 10 anni. In punti base

