

Il Sole 24 ORE

Fondato nel 1865
Quotidiano
Politico Economico Finanziario

XETRA DAX 12766,55 -0,35% | FTSE 100 7681,07 -0,01%

Mercati in fibrillazione, Borsa -1,9% spread a 270



IL MINISTRO

SPREAD, BANCHE, CONTI

L'INTRECCIO MAI RISOLTO

di Marco Pagano e Saverio Simonelli

Nella seconda metà di maggio, abbiamo di nuovo camminato sul ciglio dell'abisso nel quale siamo precipitati sette anni fa. È accaduto non appena si è messa in discussione la volontà di onorare il nostro debito pubblico, prima facendo trapelare l'intenzione di chiedere la cancellazione di una parte (quella detenuta dalla Bce) e poi proponendo politiche fiscali che metterebbero a repentaglio la solvibilità dello Stato

— Continua a pagina 18

LO STRETTO NODO CHE UNISCE BANCHE, SPREAD E DEBITO ITALIANO

di Marco Pagano e Saverio Simonelli

— Continua da pagina 1

Immediatamente si è riavviata la meccanica della crisi del 2011-12: rialzo dello spread tra il tasso di interesse dei titoli di Stato italiani e quello dei titoli tedeschi, e crollo simultaneo del mercato azionario e di quello obbligazionario, soprattutto nel comparto delle banche.

Perché l'Italia è esposta a questi fulminei, violenti movimenti dei mercati finanziari e perché questi avvengono con perfetta simultaneità sul mercato del debito pubblico e su quelli dei titoli bancari? È importante capirlo, non solo perché è probabile che questa non sia l'ultima volta, ma anche perché la simultaneità della risposta dei vari mercati rivela la natura sistemica dei rischi che corriamo se le finanze del nostro Stato non saranno gestite con la massima attenzione.

L'ovvio punto di partenza è che lo Stato italiano è molto indebitato: come molti hanno ricordato nei giorni scorsi, il nostro debito pubblico è pari al 132% del prodotto interno lordo (Pil), ed è vicino al limite della solvibilità, come attestato dal suo basso rating. Quindi non sorprende che qualunque segnale che minacci un sostanziale aumento del debito metta in grande allarme gli investitori e faccia lievitare i tassi italiani rispetto a quelli tedeschi, in linea con l'accresciuta probabilità di insolvenza dello Stato italiano.

Ciò che può sembrare, invece, meno ovvio è che i prezzi dei titoli delle banche italiane crollino in perfetta sincronia con gli aumenti dello spread. Una ragione è che in qualunque Paese lo Stato è il "ga-

rante di ultima istanza" delle banche in caso di dissesto, nel senso che è l'unico in grado di ricapitalizzarle quando il mercato non è più disposto a farlo. Se lo Stato stesso rischia il dissesto, quest'ultimo baluardo delle banche viene meno, e le banche diventano più fragili.

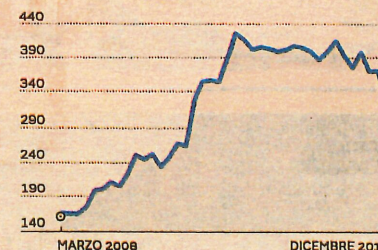
Ma in Italia c'è una ragione in più per cui la fragilità delle finanze dello Stato mette a repentaglio la stabilità delle banche: semplicemente, le banche italiane detengono una gran quantità di titoli di Stato italiani. Come mostra la figura in pagina, all'inizio del 2018 le banche italiane avevano 400 miliardi di debito pubblico italiano nei propri bilanci: circa il doppio di quanto ne avevano nel 2010, subito prima, cioè, dell'inizio della crisi dell'Eurozona (e questo nonostante ne abbiano ridotto l'ammontare negli ultimi due anni).

Quindi le nostre banche sono direttamente esposte al rischio di insolvenza dello Stato italiano, oggi ancor più che all'inizio della crisi. Non deve quindi sorprendere che quando aumenta lo spread, e quindi scende il prezzo dei titoli di Stato italiani, i prezzi delle azioni bancarie scendano più dell'indice generale di borsa e che a scendere maggiormente siano i prezzi azionari delle banche che hanno in bilancio più titoli di Stato. Lo si vede nell'altro grafico in pagina: mentre lo spread tra Btp e Bund aumentava da 125 a 310 punti base tra il 14 e il 29 maggio, l'indice generale di Borsa scendeva del 12%, i prezzi delle banche che hanno in bilancio meno titoli di Stato scendevano del 20%, e quello delle banche più esposte verso lo Stato scendeva addirittura del 25%. E, simmetricamen-

IL DEBITO PUBBLICO DOMESTICO

Titoli del debito pubblico detenuti dalle banche italiane
In miliardi di euro

Fonte: Bruegel

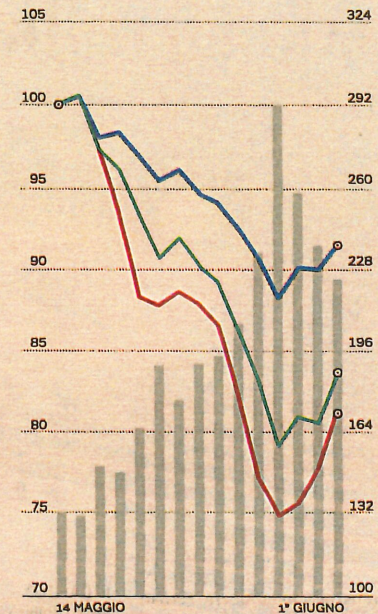


L'ANDAMENTO

Le barre grigie mostrano lo spread tra il tasso di interesse a 10 anni dei titoli pubblici italiani e quello dei titoli tedeschi (asse destro). Tutti i valori sono normalizzati a 100 il 14 maggio 2018 (asse sinistro)

— Indice Mib (scala sx)
— Banca con bassa esposizione (scala sx)
— Banca con alta esposizione (scala sx)
■ Spread (scala dx)

Fonte: EBA, ITC e Thomson Reuters



te, i prezzi di queste banche più esposte risalgono di più quando lo spread si riduce e sul mercato del debito pubblico torna il sereno.

Questo indica che la crisi finanziaria dello Stato che si stava riavviando a fine maggio minacciava la stabilità del sistema creditizio del nostro Paese, mettendo a repentaglio sia i risparmi delle famiglie che l'accesso al credito delle imprese. Per capire quello che sarebbe successo se nei giorni successivi lo spread fosse salito ancora, non occorrono sforzi di fantasia: basta ricordare quello che è accaduto nel 2011-12, quando la crisi finanziaria ha provocato una recessione talmente grave e profonda che solo quest'anno il prodotto interno lordo è tornato al livello pre-crisi.

Uno dei primi atti del presidente del Consiglio Conte, ancora al suo primo tentativo di formare il nuovo governo, è stato di ricevere una delegazione di risparmiatori che avevano subito perdite a causa dell'insolvenza delle banche di cui erano clienti, per rassicurarli sul fatto che sarebbero stati indennizzati dallo Stato. Ma se l'attuazione del programma del nuovo governo riavviasse la crisi che si profilava proprio mentre Conte incontrava questi risparmiatori, a esser danneggiati saranno decine di milioni di risparmiatori, e lo Stato non potrà rimborsarne nessuno. Oggi in Italia la vulnerabilità fiscale è anche un grave fattore di fragilità delle banche: decisioni avventate di politica fiscale possono facilmente tradursi in rischio sistemico. È di cruciale importanza che il nuovo governo ne tenga conto.