

BILANCI I mercati sono reduci da sei mesi avari di soddisfazioni e sono ancora molto timorosi. La robusta crescita globale e il mini euro dovrebbero alleggerire gli effetti delle manovre restrittive. E favorire la stabilizzazione dei corsi azionari

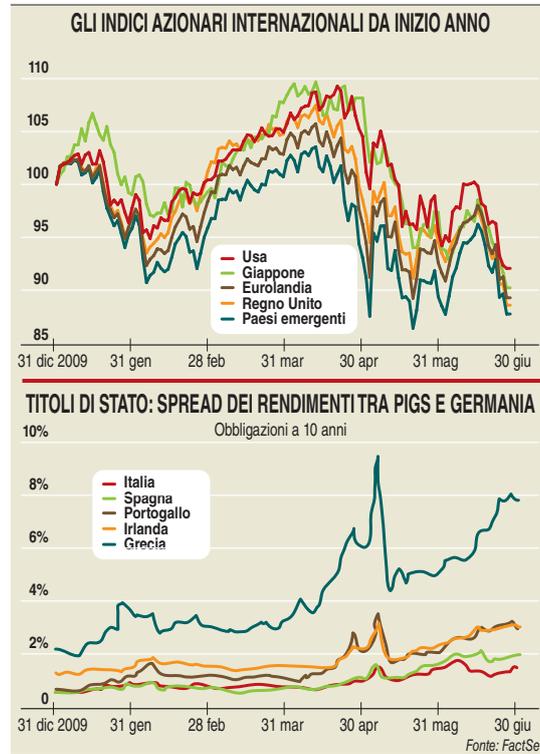
Niente recessione in Europa

di **Oliviero Lenci**
e **Silvio Olivero***

Il primo semestre del 2010 è stato avaro di soddisfazioni per il mercato azionario. Soprattutto per l'area euro (vedere il primo grafico) che più ha sofferto l'acuirsi della crisi di fiducia nel debito sovrano dei cosiddetti Paesi Pigi (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna). Oltre che sugli indici azionari, la crisi si è abbattuta sui titoli di Stato di questi Paesi e i rendimenti sono sensibilmente saliti, come evidenziato dal secondo grafico in pagina, che rappresenta il premio per il rischio pagato dai titoli decennali dei Pigi rispetto all'omologo titolo tedesco, considerato privo di rischio. Anche l'euro, in conseguenza di una vera e propria fuga dei capitali, si è deprezzato contro tutte le principali valute internazionali.

L'origine dell'attuale crisi risiede nelle misure poste in essere per superare la grande recessione del 2008-2009: l'anno scorso il pil di gran parte dei Paesi ha subito una drastica contrazione, da cui è derivata una riduzione delle entrate fiscali. A ciò si aggiunge l'incremento della spesa pubblica, destinata ad attenuare gli effetti della recessione e, dove si è reso necessario, a tamponare le falle del sistema bancario. L'azione congiunta di questi elementi ha determinato un incremento del deficit di bilancio e del debito pubblico di vari Paesi: in Europa nessuno è sfuggito a questa dinamica, anche se i bilanci che versano nelle condizioni più delicate sono oggi quelli delle nazioni più deboli. E fuori discussione che la Grecia, senza l'intervento dell'Unione, sarebbe stata destinata a una rapida bancarotta; è però altrettanto acclarato che la situazione degli altri Pigi non è assolutamente paragonabile a quella greca: i livelli di debito e deficit raggiunti da questi Paesi non sono certamente sostenibili nel medio termine, ma neppure da collasso finanziario immediato. Stupisce quindi l'accanimento con cui il debito pubblico dei paesi europei deboli sia stato attaccato, tanto da costringere i governi ad anticipare in fretta e furia drastiche politiche di bilancio per tranquillizzare gli investitori.

La crisi dei Pigi coinvolge l'intera Europa: basti pensare che, sulla base di stime della Banca dei Regolamenti Internazionali, negli attivi delle istituzioni finanziarie tedesche sono presenti più di 700 miliardi di dollari di crediti verso i Pigi, mentre presso le istituzioni finanziarie francesi tali crediti ammontano a oltre 900 miliardi. In realtà, per quanto le finanze pubbliche di alcuni Paesi europei non brillino per so-



lità, non ci sembra proponibile il raffronto fra le cartolarizzazioni dei mutui subprime e un titolo di Stato emesso da un Paese dell'area euro. Ciononostante, una crisi di fiducia in uno dei Pigi provocherebbe anche oggi, come nel caso Lehman, un blocco del mercato interbancario, una stretta creditizia e una caduta in recessione delle economie. I cali dei mercati azionari generalizzati di aprile e maggio sono stati innescati da paure di questo genere e rintuzzati solo dalla decisione della Bce di acquistare titoli di Stato e obbligazioni sul mercato secondario, dal pacchetto da 750 miliardi messo a disposizione da Ue e Fondo monetario e dalle dichiarazioni di fiducia della Cina nei confronti dell'euro. Nel complesso le misure messe in campo per evitare una nuova crisi sistemica dovrebbero rivelarsi efficaci, ma non si possono escludere eventi traumatici capaci di riaccendere nuovamente i timori. Ma si parla di eventi catastrofici come il default di un Paese europeo, perché anche l'abbassamento del rating di uno dei Pigi rappresenterebbe una sorpresa sgradita ma gestibile dalla Bce che, comprando titoli sul mercato secondario, limiterebbe gli effetti dello shock. Il declassamento che senza dubbio creerebbe più panico sarebbe quello del debito pubblico italiano, che peraltro è di gran lunga il più grande fra quelli dei Pigi. Ma i numeri dell'Italia sono solidi e non autorizzano a for-

mulare ipotesi di questo tipo. Un altro shock sarebbe un atto unilaterale attraverso il quale uno o più paesi forti dell'Unione decidessero di sganciarsi dall'euro, per ritornare alle valute nazionali o creare un euro di serie A. Anche questo caso sembra improbabile, viste le profonde interrelazioni esistenti fra i Paesi dell'Unione.

Un mutamento radicale delle prospettive di crescita globali si avrebbe solo con una crisi finanziaria sistemica. Meno probabile invece è l'ipotesi che una recessione possa scaturire in conseguenza delle drastiche politiche di taglio della spesa messe in atto dai Pigi per assecondare l'ossessione che i mercati stanno manifestando in questi giorni per la sostenibilità del loro debito. Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna rappresentano, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, appena il 5,5% del pil mondiale del 2009 (calcolato a parità di potere di acquisto) e il loro rallentamento non può incidere sulla crescita globale. Qualche effetto più visibile sulla crescita, invece, potrebbe averlo il contagio del virtuosismo a Paesi che, almeno per ora, non ne avrebbero alcun bisogno: il recente piano di austerità tedesco ne potrebbe essere un esempio. Vi sono poi Paesi, quali Francia e Regno Unito, che si stanno muovendo nella direzione della pulizia di bi-

lancio in chiave preventiva, per evitare di giungervi sotto la pressione dei mercati finanziari.

Il contesto di robusta crescita globale, e di debolezza dell'euro, all'interno del quale i Paesi europei stanno riducendo la spesa pubblica dovrebbe comunque alleggerire gli effetti restrittivi delle manovre in attuazione, non solo a livello globale, ma anche al loro interno.

Del resto, il peso delle economie sviluppate, e di quella europea in modo particolare, sta rapidamente diminuendo in questi anni. Negli anni 90, circa il 60% della crescita globale era spiegato dalla crescita delle economie sviluppate, mentre quelle in via di sviluppo vi contribuivano per il restante 40%. Ora la situazione è ribaltata: il contributo delle economie avanzate alla crescita globale del 2010-2011 sarà, nelle previsioni del Fondo Monetario Internazionale, pari al 30%. Occorre però tenere presente che i Paesi in via di sviluppo crescono soprattutto grazie ai consumi di quelli a economia avanzata, quindi la loro funzione trainante è ancora limitata, ma ciò non toglie che il ruolo dell'Europa quale motore della crescita globale rimane oggi secondario. È dunque un possibile rallentamento dei Paesi in via di sviluppo che il mondo deve temere, non certo quello dei Pigi. Non è un caso, forse, che Nuriel Roubini si sia occupato relativamente poco della crisi del debito europeo: l'attenzione del più ascoltato e autorevole economista pessimista è oggi rivolta al rischio di surriscaldamento delle economie di Brasile, India e Cina.

In assenza di una crisi sistemica innescata dai timori sul debito sovrano europeo i mercati dovrebbero riprendere quel processo di ritorno alla normalità avviato nel marzo del 2009. I movimenti dei mercati saranno però bruschi, poiché un elevato grado di volatilità potrebbe caratterizzarli ancora per un po' di tempo. La volatilità deriva dall'incertezza circa lo sviluppo della crisi, ma soprattutto dalla particolare situazione che vede fondate motivazioni a sostegno sia della ripresa delle borse sia del loro arretramento. I rischi concreti di un colpo di coda della crisi finanziaria sono i principali timori che assillano di questi tempi i mercati, mentre i forti segnali di crescita economica e di ritorno al profitto delle aziende costituiscono le basi per guardare al futuro con ottimismo. La naturale alternanza di rialzi e ribassi che normalmente caratterizza i mercati finanziari sarà, ancora per un po' di tempo, enfatizzata dalle ragioni dell'ottimismo e del pessimismo. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi Cellino e Associati