

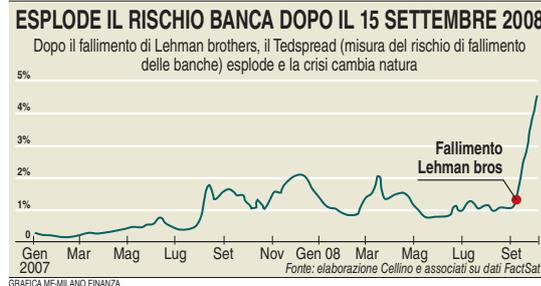
MERCATI Il rigore della Bce e le misure di austerità adottate in Eurolandia scongiurano ogni possibilità di fallimento di uno Stato sovrano. Alla faccia di tutti coloro che provano a tendere un nuovo attacco all'euro. E il trend positivo delle borse non si è affatto esaurito

A prova di agguato

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

I mercati hanno servito una pietanza indigesta al pranzo di Ferragosto. Il rallentamento della crescita ma soprattutto i pessimi dati sul mercato del lavoro negli Stati Uniti e i nuovi timori, più o meno giustificati, sullo stato delle finanze di alcuni Paesi periferici dell'area euro (stavolta è il turno dell'Irlanda) hanno bruscamente interrotto un trend positivo che, tra alti e bassi, aveva riportato una buona dose di fiducia sia in borsa sia sui mercati obbligazionari. Da qui l'ennesimo allargamento degli spread tra Bund e titoli periferici, un pesante scossone ai listini e un repentino ripiegamento dell'euro dagli 1,32 dollari di pochi giorni fa fino a quota 1,28. Non appena si acuiscono le tensioni sui mercati molti osservatori evocano quasi in modo automatico lo spettro di Lehman Brothers e del suo fallimento. Lo hanno fatto col caso Grecia e molto probabilmente lo faranno ancora a ogni stormir di foglia. Indubbiamente il fallimento di Lehman Brothers rappresenta uno spartiacque nella storia economica mondiale. Il dibattito sulle cause e sulle conseguenze del tracollo della banca d'affari statunitense, dunque, lungi dall'essere concluso, risulta appena iniziato. Si tratta comunque di una controversia già molto accesa che contrappone coloro che ritengono la bancarotta di Lehman un mero sintomo della gravità della crisi che si stava abbattendo sull'economia globale e coloro che, invece, la considerano la principale causa, non tanto della crisi finanziaria e della recessione che erano già in corso, ma della loro degenerazione che ha portato il mondo sull'orlo di un disastro, fortunatamente evitato, paragonabile a quello del 1929.

Da tempo sosteniamo la seconda interpretazione: senza il crollo della fiducia innescato dal fallimento della banca americana e senza il credit crunch che ne è derivato, il decorso della recessione sarebbe stato assai meno duro di quanto invece si è purtroppo dovuto osservare. Ciò non significa che la decisione di lasciar fallire la banca non possa avere, in futuro, riflessi positivi sulla stabilità del sistema finanziario: il 15 settembre 2008 la caduta di Lehman ha infatti seriamente incrinato la cosiddetta Greenspan put, ossia la garanzia tacitamente offerta dalla Fed a sostegno delle istituzioni e dei mercati finanziari. Il termine Greenspan put fu coniato nel 1998, quando l'allora governatore della Fed



Alan Greenspan salvò dal dissesto l'hedge fund LtcM, in crisi a causa di alcune avventate operazioni. Il benevolo atteggiamento di allora dell'autorità monetaria ha poi trovato ampia conferma nell'aggressiva e, a detta di molti, eccessivamente prolungata politica monetaria espansiva con cui si contrastarono gli effetti sull'economia e sui mercati

dell'attacco alle Torri Gemelle. Anche gli interventi messi in atto a sostegno delle banche da parte di Ben Bernanke (il successore di Greenspan) all'inizio della crisi subprime si collocavano nel medesimo solco. Come detto, il fallimento di Lehman Brothers ha originato una profonda crepa in questo paradigma e, se la lezione è servita, è probabile che in futuro le banche agiranno con maggior cautela, contribuendo alla realizzazione di un sistema finanziario più solido di quello cresciuto sotto l'ala protettiva della Greenspan put. Quando, pochi mesi fa, la Grecia si è trovata a un passo dalla bancarotta, le autorità politiche e monetarie dell'Unione europea hanno dovuto affrontare un problema simile a quello posto negli Usa da Lehman Brothers. Il default di uno Stato europeo avrebbe infatti intaccato la fiducia in altri debitori sovrani dell'Unione innescando un credit crunch simile a quello di due anni fa e, molto probabilmente, l'economia

globale sarebbe ricaduta in recessione. Il dilemma consisteva nella scelta fra una nuova grave crisi e il salvataggio di un Paese che non solo si era abbandonato a una dissennata politica fiscale, ma aveva anche prodotto false statistiche per occultarne gli effetti sui propri conti pubblici. È a tutti noto che l'aut aut è stato risolto salvando la Grecia.

Come è stato detto all'inizio, solo la bilancia degli storici potrà valutare l'utilità della decisione di lasciar fallire Lehman Brothers: su un piatto bisognerà collocare gli effetti positivi sul sistema finanziario, se in futuro se ne vedranno; sull'altro i costi sociali della recessione che ci stiamo faticosamente lasciando alle spalle. Crediamo invece che si possa formulare sin da ora un giudizio positivo sulla decisione di salvare la Grecia. È infatti vero che il salvataggio potrebbe incentivare in futuro comportamenti poco virtuosi da parte di altri componenti dell'Unione e della Grecia stessa, proprio come la Greenspan put in passato ha favorito l'assunzione di rischi eccessivi da parte delle banche, ma è altresì vero che le probabilità che ciò accada sono modeste. Il rigore degli uomini di Jean-Claude Trichet è infatti fuori discussione (ad alcuni appare

addirittura eccessivo) e le misure di austerità imposte ad Atene in cambio del salvataggio sono credibili, al pari di quelle adottate da vari stati membri dell'Unione per conservare la fiducia dei mercati. Il mondo pochi mesi fa si era quindi approssimato, per la seconda volta dal 2008, alla soglia di un baratro, ma in questo caso non vi era, a differenza di quanto accaduto in precedenza con Lehman Brothers, nessuna ragione per varcare questa soglia. Non si poteva infatti in alcun modo sostenere che il dissesto della Grecia avrebbe portato un qualche beneficio futuro capace di controbilanciarne i danni immediati. Per questo il salvataggio della Grecia deve essere considerato un successo della politica europea. E allora perché questa nuova frenata dei mercati, dal momento che la risposta europea al rischio Grecia, seppur tardiva, è stata decisa, tanto da ricacciare indietro la speculazione in un amen e da rendere di fatto impossibile il fallimento di uno Stato sovrano? La spiegazione va ricercata proprio nell'andamento dei mercati: la caduta dei prezzi azionari osservata in primavera è stata la reazione ai timori di una nuova crisi finanziaria, mentre il rally messo a segno in questa prima parte dell'estate si giustifica con la positiva soluzione della crisi. Del resto, l'andamento dei corsi azionari nei giorni immediatamente precedenti e successivi a quello in cui si è trovato l'accordo per salvare la Grecia è stato in molti casi sovrapponibile a quello registrato a cavallo del fallimento di Lehman Brothers. Quando gli operatori si sono convinti che la volontà di non abbandonare Atene era reale, l'andamento dei mercati si è nettamente distaccato da quello osservato nel 2008, quando si comprese l'effettiva gravità della situazione.

Nelle ultime settimane questa situazione di scuola non è stata rispettata: il fatto che il rialzo dei mercati azionari sia proseguito anche a fronte di statistiche macroeconomiche poco incoraggianti negli Usa induce alcuni osservatori a bollarlo come infondato. Costoro però dimenticano che, sulla base della medesima logica, lo stesso giudizio di infondatezza si sarebbe dovuto esprimere a fronte del forte ribasso primaverile, avvenuto in presenza di statistiche e di rendiconti trimestrali eccezionalmente positivi. Le borse, nonostante le ultime battute d'arresto e il nuovo tentativo di attacco all'euro da parte degli hedge ancora corti sulla moneta

unica, stanno pian piano riassorbendo le paure che le agitavano nel corso della crisi e, con le normali scosse di assestamento, potrebbero quindi avere ancora spazi di recupero. Soprattutto in Europa, dove ovviamente i ribassi sono stati più consistenti. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi Cellino e Associati sim

Francia

Christine Lagarde spera che il Paese entri in un circolo virtuoso

