



RALLY D'INVERNO La borsa italiana viaggia col vento in poppa e, nonostante il rialzo del 12% da inizio anno, ha ancora spazio per crescere. Perché il mercato potrebbe vivere una seconda euroconvergenza. A tutto vantaggio dei titoli bancari e assicurativi, che sono i veri driver del listino

Piazza Affari superstar

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

La Cenerentola è diventata principessa. Dall'inizio dell'anno Piazza Affari ha messo a segno un rialzo superiore al 12% e ha di fatto doppiato l'Eurostoxx fermo a poco più del 6%. Grazie a questo recupero il Ftse Mib ha ridotto sensibilmente, ma non certo colmato, il gap che lo separava dagli altri listini core europei, Dax in testa, e da Wall Street. Nonostante i problemi politici interni, gli investitori sembrano percepire un ridotto rischio Paese e sono tornati a scommettere sull'Italia riprendendo in mano soprattutto il comparto bancario, depresso abbondantemente al di là dei fondamentali e vera cartina di tornasole dello stato di salute Piazza Affari.

Ma dove deriva questo cambiamento di atteggiamento verso la borsa italiana? Alcune delle preoccupazioni dei mesi scorsi hanno tratto linfa da una considerazione valida in linea di principio ma poco assimilabile alla pratica. Se è vero che il default di uno Stato sovrano sul proprio debito in valuta interna è evento raro perché, sebbene le moderne economie si fondino sull'autonomia della Banca Centrale, in extremis l'opzione di rimborsare il debito emettendo moneta viene di norma praticata (gli economisti la chiamano imposta da inflazione, poiché lo Stato,

piuttosto che introdurre nuovi e impopolari tagli o imposte per ripagare il debito, sceglie la strada dell'emissione di moneta, la quale, producendo inflazione, è assimilabile a un'imposta assai iniqua che colpisce i detentori di attività nominali), è altrettanto vero che il default è invece più probabile quando uno Stato si indebita in valuta estera, sulla quale ovviamente non ha alcun controllo. È appena il caso di ricordare che il default dell'Argentina derivò proprio dalla grande mole di debiti in valuta estera contratti dal Paese sudamericano. Ebbene, in qualche modo l'euro rappresenta per i Paesi dell'Eurozona una valuta estera, poiché adottandolo questi perdono il controllo sulla moneta, subendo gli effetti di una politica monetaria che, in alcuni casi, è molto più rigorosa di quella cui erano abituati. Non è dunque scorretto affermare che la Grecia si trovi oggi, in relazione al proprio debito pubblico denominato in euro, in una situazione per vari aspetti simile a quella che, dieci anni fa, affossò l'Argentina. Su queste basi si sono scatenate le vendite sui Paesi periferici dell'Eurozona, Italia compresa, e si sono determinati i clamorosi allargamenti degli spread.

A ben vedere, però, la valvola di sfogo che ragionevolmente utilizzerebbero i Paesi dell'Eurozona in caso di peggioramento della situazione sarebbe l'uscita dall'euro e la ridenominazione del debito

nella vecchia moneta nazionale, e non un default in stile argentino. Quindi quello che i mercati scontano, allargando gli spread di rendimento fra i titoli periferici e quelli tedeschi, non è tanto un rischio di insolvenza, ma anche (e soprattutto) un vero e proprio rischio di cambio, legato alla probabilità, più o meno elevata a seconda degli emittenti, che quei titoli vengano rimborsati nelle vecchie monete nazionali.

In sostanza sui mercati è in atto da tempo un processo che potremmo chiamare di eurodivergenza, in forza del quale è come se alcuni Paesi fossero già fuori dalla moneta unica, poiché costretti a pagare, sui titoli rappresentativi del proprio debito pubblico, rendimenti adeguati a monete deboli e non coerenti con la moneta forte in cui, ormai solo virtualmente, sono denominati.

Questo fenomeno, come abbiamo già detto, ha interessato anche l'Italia: l'allargamento dello spread fra il rendimento del Btp e quello del Bund, iniziato nell'autunno del 2008 dopo il fallimento di Lehman Brothers, è proseguito sino a raggiungere, nel novembre dell'anno scorso, livelli che non si vedevano dal 1997. La forte tensione che si è abbattuta sul debito pubblico italiano ha avuto, come era logico attendersi, riflessi anche sul mercato azionario. Un primo effetto è stato indiretto: aumentando il rischio Paese è indirettamente aumentato il premio per il rischio

richiesto a tutti i titoli italiani. Un secondo effetto, assai più vistoso, si è abbattuto sulle società dei settori bancario e assicurativo, nei cui attivi sono custodite ingenti quantità di titoli del debito pubblico italiano. Sul settore finanziario italiano, già duramente provato dal fallimento di Lehman e dal credit crunch che ne è derivato, dalla crescita delle sofferenze indotta dalla crisi economica e dal vacillare dei primi Paesi europei a rischio, si è dunque fragorosamente abbattuto il timore dell'insostenibilità del debito pubblico. Per quanto seria, la situazione è però a nostro giudizio gestibile, poiché l'Italia dispone delle risorse necessarie per ridimensionare entrambi i parametri che preoccupano gli investitori. Siamo infatti in grado di ridurre lo stock di debito: si tratta solo di decidere se farlo con un'imposta patrimoniale o tramite la dismissione di parte del patrimonio pubblico. Anche per la riduzione del deficit (che già trarrebbe beneficio dalla riduzione dello stock di debito) esistono due soluzioni: l'aumento delle entrate, ottenibile dalla lotta all'evasione, e la riduzione delle uscite, tramite una più accorta gestione della spesa pubblica. La scelta degli strumenti da usare è squisitamente politica, ma, l'Italia ha a sua disposizione sia misure di destra che di sinistra; qualsiasi governo si trovasse di fronte all'emergenza, non vi dovrebbero essere particolari problemi nell'applicarle. La soste-

nibilità del debito italiano, però, non deriva solamente dalle risorse interne, ma anche dalla constatazione che, mentre qualche piccola economia periferica potrebbe essere abbandonata a se stessa senza particolari danni per l'Eurozona, un'eventuale crisi italiana determinerebbe il collasso del sistema, Germania in testa.

Il mercato, che è tornato a comportarsi in termini più razionali, sembra essersi rassicurato e la riduzione degli spread in atto ne è la prova, ma la strada da percorrere è ancora lunga e non è detto che sia tutta in discesa, poiché periodici ritorni di fiamma della crisi sono tutt'altro che improbabili. L'Italia, che i mercati avevano condotto sin sulla soglia della porta, sta ora rientrando nella comunità dell'euro: la strada, come detto, non è priva di ostacoli, ma intanto i titoli finanziari quotati si stanno godendo una seconda piccola euroconvergenza. Siccome pensiamo che l'Italia, alla fine, recupererà la fiducia degli investitori internazionali, crediamo che questa crescita delle quotazioni dei titoli bancari e assicurativi abbia ancora spazio per procedere, ma bisogna essere cauti poiché, al pari del rientro della tensione sui titoli di Stato, anche la risalita dei titoli finanziari potrebbe avvenire in un contesto di elevata volatilità. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi Cellino e Associati