

CONFRONTI La crisi di 21 anni fa presenta analogie con la situazione attuale. Negli ultimi tre mesi dell'anno la borsa recuperò il 30%. Ma ora il governo non può sbagliare una mossa. Perché manca la leva della svalutazione

Adesso la speranza fa 92

di **Oliviero Lenci e Silvio Olivero***

E ormai sempre più diffusa l'opinione che la condivisione della moneta fra economie molto differenti possa realizzarsi solo a condizione che sussista anche una condivisione, quantomeno parziale, del debito. La questione è rilevante per l'area euro, ma al momento l'ipotesi dei cosiddetti eurobond, obbligazioni attraverso le quali nascerebbe il debito pubblico europeo, incontra una ferma opposizione, soprattutto da parte tedesca (vedere articolo a pagina 8). Se però non si troverà un meccanismo capace di evitare che, dopo la Grecia, un altro Paese dell'area si avvicini al default, i mercati continueranno a pretendere dagli emittenti considerati deboli premi per il rischio difficilmente sostenibili. Insomma, se si vuole salvare l'Unione monetaria così com'è, l'Europa dovrà convincere i mercati che quello greco è un caso isolato. Al momento, in assenza degli eurobond e di un rafforzamento dell'European financial stability facility (Efsf), solo la Bce, acquistando titoli sul mercato secondario, può contribuire al raggiungimento di questo obiettivo.

Dato il livello d'inflazione e senza la possibilità di svalutare la propria moneta, si stima che difficilmente un Paese europeo possa sostenere rendimenti decennali sul proprio debito superiori al 6-7%. Non è ovviamente casuale il riferimento all'Italia, i cui titoli, prima dell'intervento della Bce a sostegno, hanno pericolosamente lambito quei livelli. La salvezza dell'Italia, però, non è legata agli aiuti esterni: la recente manovra ha infatti dimostrato che vi sono abbondanti risorse interne cui attingere per risanare le finanze pubbliche. Ulteriori risorse, per ora ignorate, potrebbero poi venire coinvolte qualora i mercati (o la Bce) dovessero imporlo. La crisi di fine luglio è nata quindi dalla scarsa fiducia nella volontà del governo italiano di mettere seriamente mano al problema del debito e non da una sostanziale impossibilità di farlo. Questo ci differenzia in modo radicale dalla Grecia e induce a guardare alla crisi del debito pubblico italiano come ad un problema grave, ma risolvibile.

A tal proposito sono sempre più frequenti i richiami alla crisi che investì il Paese nel 1992, quando, secondo un importante protagonista di quella stagione politica, «ci trovammo senza più compratori per i nostri titoli di Stato». Analizzare come si comportarono i mercati finanziari nel corso di quella crisi potrebbe forse aiutare a intuire i possibili sviluppi di quella in corso, tenendo presente che, oltre alle similitudini, esistono anche rilevanti differenze che si possono ricondurre ad un dettaglio tutt'altro che ir-rilevante: nel 1992 l'Italia disponeva, grazie

alla lira, della sovranità monetaria.

Il 1992 fu l'anno di Mani Pulite, l'inchiesta che spazzò via la classe dirigente che aveva sino a quel momento governato il Paese. Non solo, attraverso il blocco dei lavori pubblici che ne derivò, l'Italia subì assai duramente gli effetti della recessione che nel 1992-1993 colpì vari altri Paesi europei. Crisi di credibilità della politica e crisi economica determinarono un crollo della fiducia nel debito pubblico (sintetizzato nel grafico dall'andamento dello spread fra Btp e Bund decennali), una miscela esplo-

quando il rendimento del Btp decennale superò il 15%. Si tratta, come detto, di valori che oggi non sarebbero sostenibili, ma che grazie alla svalutazione della lira l'Italia poté allora, sia pure a fatica, reggere. Nel secondo grafico si osserva, su un intervallo più ampio, l'andamento dello stesso spread e dell'indice azionario. La correlazione inversa fra le due curve, evidente in tutto il periodo, appare macroscopica attorno al picco della crisi. Curiosamente, il minimo del mercato azionario anticipa il culmine della crisi del Btp di circa tre settimane. Il paradosso è solo

apparente, poiché quel minimo coincide con l'uscita temporanea della lira dallo Sme e con la conseguente svalutazione che ridiede fiato all'economia.

L'intensità del rimbalzo fu considerevole: a far corso dai minimi di settembre, il mercato azionario italiano, al 31 dicembre 1992, aveva già recuperato oltre il 30%. Come c'era da attendersi, il rimbalzo coinvolse maggiormente i titoli finanziari (più colpiti dal tracollo che aveva preceduto i minimi), così il titolo Credito Italiano (oggi Unicredit) a fine anno era salito del 180% dai livelli di settembre e Generali del 30%, mentre, nello stesso intervallo temporale, Fiat e Telecom risultavano in crescita rispettivamente del 18% e del 10%.

Ovviamente non vi è oggi alcuna svalutazione all'orizzonte, dunque il mercato azionario questa volta non rimbalzerà prima dell'inversione dello spread, ma, anzi, riteniamo che sia assai probabile che il suo minimo si realizzerà solo successivamente al picco della crisi del debito. Gli investitori stanno infatti dedicando eguale attenzione al mercato dei titoli di Stato e a quello azionario, proiettando su quest'ultimo le speranze e le paure che si materializzano nel primo.

Un'altra grave preoccupazione che potrebbe ritardare il rimbalzo è poi quella derivante dal rallentamento del ciclo economico globale, anche se, guardando

al settore finanziario che tanto influisce sul Ftse Mib, le valutazioni raggiunte (in molti casi inferiori a quelle successive al fallimento di Lehman Brothers) sembrerebbero scontare anche questa eventualità. Al di là delle valutazioni, comunque, l'attuale clima non è certamente favorevole. Solo dopo una credibile inversione dello spread, quindi, si creeranno i presupposti per un significativo recupero dei corsi azionari. Ecco perché è così importante che il governo di Silvio Berlusconi si dimostri credibile ed efficace nel realizzare la manovra e che la Bce sostenga i nostri titoli sul mercato secondario. Se questa azione congiunta si dovesse rivelare efficace, infatti, il picco dello spread potrebbe già essere alle nostre spalle, come evidenziato dalla figura 3. (riproduzione riservata)

* presidente e responsabile ufficio studi
Cellino e Associati sim

LO SPREAD BTP-BUND NEL 1992



SPREAD BTP-BUND E MSCI ITALY



LO SPREAD BTP-BUND NEGLI ULTIMI DUE ANNI



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

siva che ricorda molto da vicino gli eventi cui stiamo assistendo in questi giorni. Da notare che lo spread Btp-Bund, tanto osservato anche nel corso di questa crisi, nel 1992 misurava due differenti rischi: quello emittente (legato all'eventualità che l'Italia ripudiasse il proprio debito) e quello valutario (legato al rischio di deprezzamento della lira contro il marco). I diversi rischi catturati allora dallo spread sono in realtà le due facce della medesima medaglia. Infatti, l'Italia, il cui debito era integralmente denominato in lire, difficilmente avrebbe fatto default, ricorrendo in extremis alla monetizzazione del debito. Dunque anche nel 1992 lo spread costituiva una misura sintetica del rischio Paese che allora era essenzialmente riconducibile al rischio di svalutazione della moneta.

Il picco dello spread, posto a quasi 800 punti base, venne raggiunto nel mese di ottobre,