

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

L'andamento dei mercati finanziari nel 2011 è il perfetto specchio dell'eurocrisi, rappresentato in maniera ancora più efficace dal differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e l'omologo tedesco. A gennaio uno spread al 2% aveva generato le prime preoccupazioni, ma ad aprile un allentamento delle tensioni lo aveva riportato a 120, livello di tutto rispetto se si tiene conto che oggi è faticosamente difeso da un emittente del calibro della Francia; da allora è iniziata una corsa che lo ha portato a inizio novembre a un picco a quota 550, prima delle recenti oscillazioni tra 450 e 520.

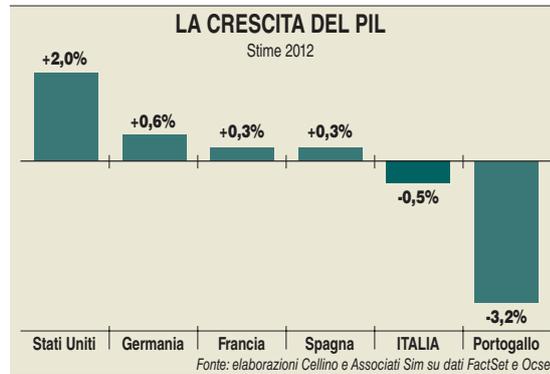
Non è semplice spiegare un così rapido declino della fiducia nel sistema Italia: non si è trattato infatti di un peggioramento dei fondamentali poiché oggi, rispetto a quando lo spread ha toccato il minimo, l'Italia ha un governo più credibile che, appoggiato da un'ampia maggioranza parlamentare, ha varato una manovra di risanamento imponente. La quasi inevitabile recessione che ne deriverà è l'unico elemento negativo rispetto alla situazione della scorsa primavera ma, dal punto di vista dell'equilibrio dei conti pubblici, la situazione odierna non sembra davvero peggiorata.

Se non è mutata la sostanza, è però cambiato il mood del mercato anche perché nel corso dell'anno sono venuti meno molti punti fermi su cui facevano affidamento gli investitori. In primo luogo, il coinvolgimento dei creditori privati nella ristrutturazione del debito greco ha creato un pericoloso precedente per i possessori di titoli di Stato dell'area euro. La Bce, inoltre, pur acquistando titoli del debito pubblico dei Paesi in crisi, non ha perso occasione per ribadire che i suoi interventi sarebbero stati limitati e temporanei, negando di poter agire come prestatore di ultima istanza. L'ostracismo tedesco, infine, ha impedito la realizzazione di strumenti di condivisione del debito quali i cosiddetti eurobond.

Il 2012 inizia quindi con la certezza che la strada da percorrere sarà quella più tortuosa: le difficoltà dovranno essere affrontate una alla volta, a cominciare dalla ricapitalizzazione delle banche, imposta dall'Eba. Ricapitalizzare le banche in questo momento, però, servirà a poco. La loro debolezza, infatti, non è la causa, ma l'effetto della crisi. In altre parole rafforzare il patrimonio delle banche non risolve il problema del debito pubblico; al contrario, solo restituendo fiducia negli Stati, i bilanci bancari smetteranno di dare preoccupazione. La vera prova del fuoco saranno quindi le aste dei titoli italiani, che entreranno nel vivo già nei primi mesi del 2012 e che, nel corso dell'anno, porteranno il Tesoro a emettere prestiti per

ANALISI Dall'esito delle prossime aste italiane dipendono le sorti dell'intera area euro. La Bce ha dato alle banche munizioni efficaci pur con metodi bizantini. Gli aumenti Eba? Inutili se il mercato non ha fiducia negli Stati

Il futuro Ue si gioca sul Btp



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

oltre 400 miliardi. Autorevoli istituti di ricerca hanno evidenziato come l'Italia potrebbe sostenere questi imminenti rinnovi pagando tassi molto elevati, anche superiori a quelli correnti. Queste analisi, come qualcuno ha osservato, somigliano tanto a sadici esperimenti di laboratorio in cui la cavia viene sottoposta a condizioni estreme per rallegrarsi della sua inattesa robustezza. Al di là della capacità del Paese di incassare ulteriori colpi, a questo punto è indispensabile

che le prossime aste abbiano successo, sia in termini di richiesta (e l'ultima dell'anno non è stata scintillante in questo senso) sia in termini di tassi. Il progressivo ritorno alla normalità è fondamentale sia per evitare una manovra aggiuntiva sia per ricostituire la fiducia nell'euro da parte dei mercati, perché le aste italiane, e la cosa oramai è chiara a tutti, sono il banco di prova dell'Unione monetaria europea.

La cosa non è sfuggita al neopresi-



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

dente della Bce, Mario Draghi, che, attraverso aste triennali (una si è tenuta di recente l'altra si terrà a febbraio), si è di fatto impegnato a inondare le banche di liquidità a basso costo, con l'obiettivo di riavviare l'attività di concessione di prestiti a famiglie e imprese, ma anche di mettere in condizione il sistema bancario di contribuire al successo dei collocamenti italiani e spagnoli.

È questo il bazooka con cui l'Europa si opporrà alla crisi; una

costruzione un po' bizantina che delega al sistema bancario il ruolo che in altri sistemi monetari è giocato dalla banca centrale, ma che ha buone possibilità di rivelarsi efficace, se non altro in virtù dell'attività di moral suasion che certamente verrà esercitata sulle banche affinché siano prenditori famelici in asta.

I mercati nel 2012 dovranno anche fare i conti con la recessione, attesa piuttosto aspra in Italia e negli altri Paesi costretti a misure restrittive, mentre il resto d'Europa dovrebbe cavarsela con un blando rallentamento. A livello globale la crescita dovrebbe invece mantenersi soddisfacente, grazie all'impermeabilità ai problemi europei che hanno dimostrato finora gli Usa e i Paesi emergenti.

I listini azionari si sono rivelati piuttosto efficienti nella valutazione delle diverse prospettive congiunturali e ora esprimono multipli proporzionati alle attese di crescita (*vedere grafici in pagina*). Con l'eccezione del Portogallo, i cui prezzi di borsa non sembrano coerenti con le attese di crescita, negli altri mercati azionari i multipli di borsa appaiono inversamente correlati al tasso di crescita atteso del Pil. I multipli più alti caratterizzano il listino Usa, la cui economia, come detto, dovrebbe crescere nel 2012 al 2%, un tasso inferiore al potenziale, ma comunque un risultato notevole per un Paese che questa primavera veniva visto sull'orlo di una drammatica ricaduta in recessione.

Insomma, non è della mild recession europea che i mercati devono avere paura, poiché già la incorporano, ma della tenuta dell'euro, i cui destini saranno già piuttosto chiari a fine febbraio, quando saranno stati assorbiti 70 miliardi di collocamenti di nuovi titoli da parte del Tesoro italiano. Da lì in poi potremo tornare a respirare. (riproduzione riservata)

* presidente e responsabile ufficio studi Cellino e Associati sim