

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

Le azioni, si sa, sono strumenti rischiosi, spesso indicati, a nostro parere esagerando, come la forma di investimento rischiosa per antonomasia. È dunque normale che i prezzi dei titoli azionari risultino sensibili alla percezione che gli investitori hanno del rischio, e che tale percezione, come è ovvio, cambi nel tempo. Si sarà ad esempio più propensi ad assumere rischi nelle fasi di espansione economica, piuttosto che in quelle di recessione. Non solo l'appetito per il rischio è mutevole, ma il concetto stesso è qualcosa di poliedrico, le cui varie facce assumono, nel tempo, importanza differente.

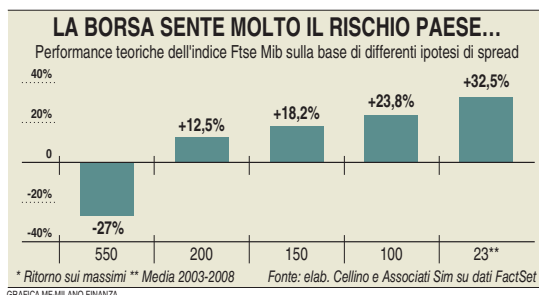
Il prezzo di un'azione sarà quindi sensibile per esempio al rischio del settore di appartenenza della società (è il caso di un'azienda dell'abbigliamento quando una recessione riduce i consumi), al rischio geopolitico (tipico delle società petrolifere in presenza di tensioni sociali nei Paesi produttori), alla possibile perdita di un manager importante, e così via.

Fra le tante facce del rischio ce n'è una che, normalmente, veniva ricollegata alle imprese dei Paesi emergenti, la cui capacità di realizzare utili è certamente influenzata dalla stabilità politica e finanziaria dello Stato di origine. Ciò che viene denominato, appunto, rischio-Paese.

In questi ultimi anni si è quindi realizzato un fenomeno eccezionale per alcuni Stati europei, fra i quali l'Italia, che, improvvisamente, hanno visto i propri mercati azionari reagire al rischio-Paese, dal quale sino a quel momento erano risultati immuni. La misura sintetica più efficace di tale rischio è l'ormai celeberrimo spread, ossia

CONFRONTI Negli ultimi anni i mercati, e Piazza Affari in particolare, sono diventati molto sensibili al rischio-Italia. Ecco perché il ritorno dello spread Btp-Bund a livelli compresi tra l'1 e il 2% sarebbe un tonico per il listino

Il rally dopo la tempesta



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

il differenziale di rendimento fra il titolo di Stato decennale di quel Paese e l'omologo titolo tedesco, visto come del tutto sicuro.

Per avere un'idea di come il rischio-Paese sia piombato sul mercato italiano partendo da una sostanziale indifferenza a tale variabile, si può osservare la tabella, in cui è riportata, anno per anno, la misura della capacità dello spread italiano di spiegare l'andamento dell'indice di Borsa. La percentuale riportata in corrispondenza di ciascun anno indica, sulla base di

un modello di regressione lineare, quanto dei movimenti del mercato azionario in quell'anno sia spiegabile con il movimento dello spread: quando tale percentuale è bassa si può dedurre che il rischio-Paese non abbia avuto particolare influenza sull'andamento della borsa, mentre vale la conclusione opposta quando è alta.

Come si può osservare, tra il 2003 e il 2008 lo spread ha avuto una modestissima capacità di spiegare i movimenti del mercato

azionario nazionale, segno che gli investitori tenevano in scarsa considerazione il rischio-Italia. Dal 2009 le cose cambiano radicalmente e una quota significativa dei movimenti di Piazza Affari è indotta dalle variazioni dello spread, segno inequivocabile che l'Italia è divenuta un Paese realmente rischioso. Molto elevata, in particolare, l'influenza dello spread sui movimenti del mercato in questa prima fase del 2012, caratterizzata da un netto miglioramento del differenziale di rendimento dei bond governativi italiani e da un recupero della Borsa. La variabile spread sembra quindi, di questi tempi, capace di muovere il mercato in entrambe le direzioni, al ribasso quando aumenta il rischio da essa misurato, al rialzo quando invece diminuisce.

Quanto potrà quindi restituirsi, in termini di performance azionaria, un ritorno dello spread su livelli normali? Per rispondere a questa domanda abbiamo stimato i parametri di una regressione che mette in relazione, dal 2009 a oggi, ossia da quando lo spread è divenuto una variabile significativa, i rendimenti settimanali della borsa italiana con le variazioni settimanali dello spread.

Se la stima dei parametri che potrebbero regolare in futuro la relazione fra borsa e spread è piuttosto semplice, non lo è affatto la definizione dei valori futuri con cui alimentare il modello. È infatti assai controverso il livello di spread che si potrà considerare normale una volta che si ritenga superata

la crisi del debito pubblico italiano. La media del differenziale nel periodo 2003/2008, pari a 23 punti, appare improbabile, ora che il mercato ha compreso che la semplice denominazione in euro non è sufficiente a rendere identici due titoli di Stato emessi da Paesi tanto diversi, seppur appartenenti entrambi all'Eurozona. Un punto d'arrivo compreso fra i 100 e i 200 punti sembrerebbe, allo stato attuale, un primo importante risultato alla portata dell'Italia.

Il grafico in pagina riporta i risultati di alcune simulazioni in cui, a fronte di differenti ipotesi di spread, sono calcolate le variazioni teoriche dell'indice Ftse-Mib sulla base del modello da noi elaborato. Le simulazioni effettuate restituiscono le stime dei rendimenti azionari derivanti da diverse variazioni dello spread, ferme restando tutte le altre condizioni; è evidente che altri fattori (economici e geopolitici soprattutto) potrebbero nel tempo amplificare o ridimensionare le variazioni stimate dal modello. Ai tre valori compresi fra 100 e 200, che rappresentano il nostro scenario centrale, ne abbiamo aggiunti due meno probabili, ossia un ritorno dello spread sui massimi e un ritorno sulla media pre-crisi. In conclusione, l'uscita da una crisi molto pesante sotto tanti aspetti per il nostro Paese, potrebbe avere effetti positivi anche sul mercato azionario. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi, Cellino & Associati