

## Il listino? È agganciato allo spread, quindi in mano a governo e Bce

**P**er l'Europa il 2012 è stato un anno denso di avvenimenti: nel corso di 12 mesi sono state prese importanti decisioni, sono stati firmati trattati di notevole portata e si sono poste le basi per ulteriori significative innovazioni che vedranno la luce nei prossimi anni. L'istituzione più attiva è stata senz'altro la Bce di Mario Draghi, che ha realizzato due provvedimenti di grandissima importanza. Il primo è rappresentato dalle aste di rifinanziamento a lunga scadenza (Ltro), di cui hanno beneficiato le banche europee; una decisione datata fine 2011, i cui effetti tuttavia si sono apprezzati soprattutto nei primi mesi del 2012. Le aste Ltro si sono però rivelate insufficienti a risolvere la crisi finanziaria dei Paesi periferici: anzi, si potrebbe addirittura affermare che l'hanno paradossalmente aggravata, poiché, spingendo le banche a utilizzare la liquidità ottenuta per acquistare titoli di Stato, hanno alimentato il circolo vizioso fra sistema bancario e debito sovrano. In realtà quelle aste hanno segnato il primo cambio di passo attuato dalla Bce che, avviando una massiccia operazione di politica monetaria non convenzionale, ha per la prima volta manifestato, sia pure in forma non ancora esplicita, la volontà di intervenire risolutamente a sostegno dell'euro. Un'importante eredità delle Ltro, inoltre, è rappresentata dalla gran mole di liquidità rimasta ancor oggi inutilizzata nei forzieri delle banche: una carta in teoria immediatamente disponibile per riavviare l'attività creditizia, ma che ancora non è stata giocata. Ma la vera svolta porta una data precisa (26 luglio) e resterà scolpita nella storia per la frase secca, decisa, tranchant e senza possibilità di replica pronunciata da Draghi («Siamo pronti a tutto per salvare l'euro e, credetemi, sarà sufficiente»). Draghi ha anticipato in quell'occasione l'intenzione della Bce, formalizzata poche settimane più tardi, di acquistare in quan-

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

tità illimitata titoli di Stato di quei Paesi in difficoltà che avessero fatto richiesta di aiuto al Fondo salva Stati. Anche la politica europea non è stata a guardare e ha adottato decisioni coraggiose anche se non sempre condivise: prima fra tutte il Fiscal Compact, attraverso il quale 25 dei 27 Stati membri dell'Ue si sono impegnati a rigorosi, e a detta di molti eccessivi, piani di rientro dal proprio debito, pena, in caso di insuccesso, significative cessioni di sovranità in campo fiscale. L'accordo, firmato a marzo, dovrà a nostro giudizio subire modifiche che lo rendano più elastico rispetto al rigore iniziale, ma riteniamo che senza di esso Draghi non avrebbe potuto far compiere alla Bce il grande salto di qualità annunciato il 26 luglio. Illuminante a tal proposito la scansione temporale dei voti parlamentari che nei Paesi in crisi hanno accolto nei rispettivi ordinamenti il Fiscal Compact: il Parlamento greco lo ha votato a marzo, gli irlandesi a maggio si sono espressi favorevolmente attraverso un referendum, Lisbona lo ha licenziato a giugno, gli organi legislativi di Italia e Spagna lo hanno approvato rispettivamente il 19 e il 21 luglio. Un assist straordinario per la politica di Draghi: con i famigerati Piigs piegati al nuovo rigore fiscale, la Germania - nonostante le sterili e velleitarie proteste della Bundesbank - non ha più avuto armi per opporsi al coraggioso piano di acquisto di titoli di Stato della Bce.

Tuttavia non c'è solo rigore nelle decisioni che l'Europa ha saputo prendere nel corso del 2012: in alcune di queste infatti si può scorgere anche un embrione di solidarietà. È il caso dell'Unione Bancaria approvata negli ultimi giorni e che a partire dal 2014 garantirà un sistema di vigilanza comune per le più importanti banche europee, cui si affiancheranno meccanismi di ricapitalizzazione che, se necessario,

scatteranno senza gravare sulle finanze dei singoli Stati, spezzando una volta per tutte il circolo vizioso fra banche e debito pubblico. I mercati non hanno mancato di sottolineare i risultati acquisiti, sia pure in presenza di una volatilità che è rimasta

### SPREAD CONTRO MIB

Livelli Ftse-Mib sulla base di differenti ipotesi di spread

Spread	Livello indice
550 (ritorno sui massimi)	13.400
400	15.200
200	18.100
100	20.200
23 (media 2003-2008)	23.600

Fonte: elab. Cellino e Associati SIM su dati FactSet  
GRAFICA MF-MILANO FINANZA

molto elevata: ne è un esempio lo spread pagato dall'Italia, che è significativamente calato nel corso dell'anno. Certo, lo spread spagnolo è molto salito nel 2012 ma, considerato che è al debito pubblico italiano che i mercati hanno sempre guardato come alla causa della possibile implosione dell'euro, si può affermare che la tensione sulla moneta unica si sia complessivamente allentata. L'affermazione è supportata anche dall'andamento del tasso di cambio dell'euro, generalmente più forte contro le principali valute. Una strategia per proteggere i portafogli esposti al debito pubblico europeo, molto efficace negli anni passati, è stata diversificare acquistando asset in valuta, soprattutto dollari americani, il rifugio per eccellenza di tutti i flight-to-quality. In futuro la diversificazione

valutaria dovrà continuare a esistere, in quanto caratteristica sempre desiderabile per un portafoglio obbligazionario, ma se ne potrebbe invertire il senso logico: ora potrebbero essere gli asset in euro a difendere dalla debolezza del dollaro e quest'ultimo quindi potrebbe essere un po' ridimensionato nei portafogli.

Anche i mercati azionari hanno preso atto delle migliori condizioni strutturali faticosamente costruite in Europa; quelli del Vecchio continente, in particolare, hanno generalmente realizzato performance positive, in taluni casi anche molto soddisfacenti, ma soprattutto quelli dei Paesi più colpiti dalla crisi del debito rimangono in ogni caso in balia dello spread, ossia di quella variabile finanziaria che, meglio di ogni altra, cattura l'essenza del rischio Paese. A inizio 2012, mediante un modello statistico, avevamo testato per il mercato azionario italiano la relazione fra rendimenti e spread e l'abbiamo verificata ancora in questi giorni: i movimenti di Piazza Affari sono ancora in larga parte spiegati dai movimenti del divario tra Btp e Bund. La sua capacità di muovere i prezzi delle azioni, inoltre, appare statisticamente significativa sia a livello di indice generale sia a livello settoriale: che appartengano al settore bancario, assicurativo, energetico o utility, il valore dei titoli azionari italiani sembra dipendere quasi unicamente dallo spread. La tabella mostra i livelli indicativi cui dovrebbe giungere l'indice Ftse Mib a fronte di diverse ipotesi di spread. Ovvio, quindi, che per veder proseguire il timido rialzo messo a segno nel 2012 dal mercato italiano, si debba fidare nel proseguimento dell'azione politica europea volta a irrobustire le istituzioni comunitarie, da cui dovrebbe derivare un ulteriore ridimensionamento del differenziale di rendimento Btp-Bund. (riproduzione riservata)

\* Cellino e Associati Sim