

Perché puntare sull'azionario in Italia e Germania

Il calo generalizzato degli spread che si è osservato sui mercati negli ultimi mesi fa apparire oggi l'Eurozona un luogo più sicuro di quanto non fosse un anno fa. Eppure è innegabile che spesso la politica europea abbia preso decisioni che hanno seminato il panico fra gli operatori, una su tutte la partecipazione dei creditori privati alla ristrutturazione del debito greco che, sancendo la fallibilità di uno Stato sovrano dell'Area, fece precipitare nel baratro la Spagna e l'Italia. D'altro canto, molto è stato fatto per ricucire questo strappo: basti pensare al pur migliorabile Fiscal Compact e all'Unione Bancaria, le prime fondamenta di un'unione che, oltre alla moneta, condivide anche la fiscalità.

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

peo», attento più alla sostanza che alle reazioni di breve respiro dei mercati finanziari. Certamente, però, il procedere incostante nella soluzione della crisi ha determinato la permanenza per un lunghissimo periodo di condizioni di profonda incertezza sui mercati.

Fatte queste premesse e dando per scontato che nei prossimi giorni l'Italia si dia un governo stabile e credibile, appare verosimile che lo Tsunami che ha devastato i mercati sia definitivamente passato anche se i guasti causati dal suo transito sono ancora ben visibili. Nel seguito proviamo a compilare un inventario di questi danni, poiché riconoscere gli sconquassi che l'onda di piena nella crisi si è lasciata alle spalle è, secondo noi, il punto di partenza necessario per compiere scelte di investimento efficaci.

La paura ha deformato la struttura delle preferenze degli investitori, che nella ricerca di un compromesso fra rendimento e rischio attesi, sono addirittura giunti ad accettare rendimenti nulli o negativi pur di eliminare il rischio dai loro portafogli: il grafico lo dimostra, rappresentando l'andamento del rendimento reale annuo del Bund decennale, ossia del rendimento al netto dell'inflazione vigente in ogni momento. Si tratta di una situazione eccezionale, se si osserva che, mediamente, negli ultimi quindici anni il rendimento reale è stato del 2,30%. Se guardiamo poi a un titolo triennale, la situazione raggiunge l'estremo: su questa scadenza, a fronte di una media storica dell'1,40%, lo Stato tedesco offre oggi ai propri creditori un rendimento reale annuo negativo pari al -1,40%. Quella che si è formata sui titoli di Stato tedeschi è una vera e propria bolla speculativa, frutto del panico che, nel mezzo della tempesta, ha portato gli investitori a pagare assai caro il rifugio nel porto più sicuro. Ancora oggi, però, quando il peggio parrebbe ormai essere passato, il trauma permane e i titoli sicuri continuano a essere comprati a carissimo prezzo.

Non solo la paura, anche gli interventi della politica hanno creato disordine nei mercati. Si pensi alla volontà espressa da Mario Draghi di acquistare illimitatamente titoli di Stato dei Paesi in difficoltà. Tali acquisti, a oggi rimasti solo sulla carta, avrebbero come ogget-

to titoli con scadenza entro i tre anni. L'ombrello spalancato da Draghi sulla testa degli investitori che acquistano tali titoli ne ha rapidamente determinato un'ascesa dei prezzi e, quindi, un calo dei rendimenti. Oggi il titolo governativo italiano a tre anni offre un rendimento reale nullo, a fronte di una media storica del 1,30%; quello spagnolo che in passato ha reso mediamente lo 0,80%, oggi rende lo 0,20%. Sino a qui abbiamo elencato alcune trappole che, a nostro giudizio, sono disseminate su mercati che non hanno ancora recuperato la piena normalità: ma la tempesta, ritirandosi, sta facendo emergere anche interessanti occasioni. Ne indichiamo due: i titoli di Stato italiani a più lunga scadenza e i mercati azionari dell'Eurozona. È d'obbligo, a questo proposito, ribadire la condizione già espressa all'inizio dell'articolo: al fine di considerare definitivamente superata la tempesta, è necessario che l'Italia si dia un governo stabile e credibile. Questo è il presupposto necessario per riattivare le risorse del Paese che, come diciamo da tempo, sono largamente sufficienti a fronteggiare il pur rilevante debito. Quindi, il rendimento nominale del 4,40% offerto dal nostro Btp decennale (di poco superiore al 2% reale tenuto conto dell'attuale tasso di inflazione) rappresenta ancora una buona opportunità di investimento. Come si può osservare dal grafico, per quanto molto sceso negli ultimi mesi, attualmente il rendimento del titolo decennale italiano è ancora in linea con la propria media storica.

Per quanto attiene i mercati azionari, è verificato che tutti i settori, non solo quello finanziario, hanno patito pesantemente la crisi del debito pubblico in Europa. Nei Paesi in crisi, infatti, i titoli petroliferi, quelli delle utility e gli industriali (solo per citare qualche settore) hanno subito il rialzo dello spread quasi quanto i titoli finanziari, ed evidenziano ora una condizione di profonda e diffusa sottovalutazione. Questo è valido, come detto, soprattutto per i Paesi più coinvolti dalla crisi, ma anche fra quelli ritenuti più forti la tempesta europea ha lasciato qualche segno. Pur con alcuni distinguo, quindi, i mercati dell'Eurozona appaiono tutti interessanti; tuttavia il nostro consiglio, reiterato dallo scorso anno, rimane quello di puntare soprattutto sull'Italia e sulla Germania. (riproduzione riservata)

* presidente

** responsabile ufficio studi
Cellino Associati

Ci sarà molto da discutere sul modo in cui si sono compiuti questi progressi, se l'alternanza di scelte gradite e sgradite ai mercati sia il frutto del procedere a tentoni di una classe politica in difficoltà, o rappresenti invece il marchio di fabbrica di uno «stile euro-

