

## L'Eurozona sembra il Titanic, ma può evitare il naufragio

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

**T**rascorsero 2 ore e 40 minuti da quando il transatlantico Titanic entrò in collisione con l'iceberg a quando affondò. Durante questo breve lasso di tempo l'orchestra suonò ininterrottamente, mentre, a detta dei superstiti, alcuni passeggeri continuarono a ballare: da qui l'espressione «danzare sul ponte del Titanic», che indica l'atteggiamento di chi, ignorando il pericolo, gode di piaceri destinati a rivelarsi effimeri. Ebbene, esistono curiose analogie fra la situazione attuale dell'Eurozona e quella vissuta a bordo del Titanic, ma anche, fortunatamente, alcune differenze: dedichiamo questo articolo a descrivere le une e le altre.

È ormai certo che il Titanic si inabissò per un difetto di progettazione: gli squarci che si aprirono lungo la fiancata, infatti, non erano tali da affondare una nave ben costruita. Anche l'Eurozona ha gravi difetti strutturali, cui i suoi «progettisti», pur conoscendoli, hanno dato poca impor-

tanza: ci riferiamo ovviamente al fatto di avere anteposto l'unione monetaria a quella politica e fiscale. Il Titanic era considerato inaffondabile, tanto che nessuno diede particolare importanza al fatto che le scialuppe di salvataggio fossero a malapena sufficienti a ospitare metà dei passeggeri. Come noto, l'Eurozona è nata con l'idea di essere indisso-

lubile, quindi all'epoca nessuno si preoccupò del fatto che non fossero state elaborate procedure per l'uscita di un Paese dall'unione monetaria. Le numerose segnalazioni di iceberg, inviate dalle imbarcazioni che transitavano nella zona, furono sottovalutate dal comandante del transatlantico. Allo stesso modo i padri dell'euro sottovalutarono i numerosi avvertimenti con cui molti economisti (soprattutto americani) mettevano in evidenza i punti deboli della nascita unione monetaria. L'agonia del transatlantico sarebbe stata ancora più rapida se i macchinisti non avessero eroicamente tenuto sino all'ultimo in funzione le pompe, rallentando l'afflusso d'acqua al suo interno. L'Eurozona con ogni probabilità avrebbe già cessato di esistere se Mario Draghi non avesse via via introdotto vari presidi a difesa della moneta unica: l'ultimo fra questi, in ordine cronologico ma non certamente per importanza, è il Quantitative Easing (Qe), il piano di acquisto di obbligazioni varato in questi giorni. Anche in questo caso il parallelo fra il Titanic e l'Eurozona funziona, a patto di tener presente la curiosa asimmetria fra il tentativo, purtroppo fallito, di salvare il transatlantico pompando «liquidità» all'esterno e quello, attualmente in corso, di salvare l'Eurozona pompando liquidità all'interno.

È dunque effimero l'entusiasmo che si respira nei mercati azionari europei, che in alcuni casi si trovano sui massimi storici e in altri, pur essendone ancora molto lontani, hanno avviato consistenti recuperi? In altre parole: stiamo danzando sul ponte del Titanic? Certamente no, ma per dimostrarlo abbiamo bisogno di individuare l'elemento di debolezza della nostra analogia, ossia ciò che differenzia l'attuale situazione dell'Eurozona dal naufragio del Titanic. Esiste una grande differenza fra una nave in mezzo all'oceano e l'Eurozona: i difetti di costruzione della prima non sono modificabili, mentre la seconda può essere riformata in qualsiasi momento. Non sarà semplice né breve, ma il Qe, oltre che proporsi di rilanciare la crescita,

è anche fondamentale per dare alla politica il tempo di modificare l'assetto istituzionale della moneta unica. Nel frattempo una parte dell'enorme massa di liquidità che viene immessa nel sistema, «costringendo» i detentori di obbligazioni a vendere i propri titoli, non potrà che trovare ristoro nei mercati azionari. È evidente che il rischio di formazione di bolle è presente, soprattutto nei mercati in cui i livelli di valutazione sono già elevati; molto meno in quelli, come l'italiano, ancora sottovalutati. A tal proposito si osservi il grafico in cui è rappresentato per alcuni mercati azionari internazionali il Cape, ossia il Ciclically adjusted price earnings, indicatore che, rispetto al più comune rapporto prezzo-utili, viene calcolato ponendo al denominatore la media degli utili degli ultimi dieci anni. Questo aggiustamento consente di ottenere un raffronto fra il prezzo corrente e gli utili «normalizzati», evidenziando così le situazioni di sovra e sottovalutazione di lungo termine (si tenga presente che, sulla base delle medie storiche, il livello di equilibrata valutazione del mercato si colloca attorno a un valore del rapporto pari approssimativamente a 15). Anche ammettendo che non si riesca a trovare un accordo per dare un assetto più solido all'Eurozona, cosa che riteniamo comunque improbabile, facciamo notare che le danze si chiuderanno non prima del settembre del 2016, quando, solo se il tasso di inflazione si sarà avvicinato al 2%, la Bce smetterà di comprare obbligazioni: non prendere parte alla festa potrebbe quindi rivelarsi piuttosto costoso in termini di opportunità mancate. Ricordiamo infine ai più pessimisti che basta destinare una parte del proprio portafoglio a obbligazioni in dollari e a Bund tedeschi per disporre di un buon giubbotto salvagente; indossato il quale, potranno serenamente concedersi qualche giro di valzer.

\* presidente Cellino e Associati sim  
\*\* responsabile ufficio studi Cellino e Associati sim

### BORSE CARE O A BUON MERCATO?

Indicatore Cape (p/e con utili medi degli ultimi 10 anni)

Francia	16,8 x
Germania	20,4 x
Giappone	29,3 x
Italia	13,1 x
Regno Unito	12,9 x
Spagna	12,9 x
Svizzera	21,9 x
Usa	26,8 x

Fonte: elaborazione Cellino e Associati Sim su Dati Factset e Shiller

GRAFICA MF-MILANO FINANZA