



Convalescenza dopo il contagio

7 Agosto 2011

Questa nota è il seguito della mia precedente del 10 luglio (disponibile qui: <http://www.agorasgr.it/pdf/lettere/Contagio.pdf>) in cui trattavo l'argomento del debito pubblico italiano e non solo.

Sono passate quattro settimane ma è sembrato molto di più. Le prospettive della crescita economica globale sono state repentinamente ridimensionate, specialmente a causa di nuovi dati provenienti dagli USA, mentre in Europa sono andati sotto pressione, oltre ai mercati azionari, anche quelli dei titoli di stato di Paesi di dimensione considerevole, come l'Italia e la Spagna.

In questo lasso di tempo i mercati azionari europei (Eurostoxx 50) sono scesi del 14,9%, quelli USA (SP500) del 10,7% ed il petrolio del 10% circa. I rendimenti dei titoli di stato decennali sono scesi in USA dal 3,20% al 2,48% - nonostante la minaccia del declassamento, effettivamente arrivato venerdì sera – ed in Germania dal 2,83% al 2,34%. Ciò riflette la ricerca spasmodica di un porto sicuro da parte degli investitori (sulla scelta dei titoli di stato USA come investimento-rifugio ci sarebbe da ridere, ma ce ne manca lo spazio).

Riguardo all'Italia, si è parzialmente avverato quanto da noi paventato nella sopra citata nota. I titoli di stato decennali sono scesi di 5,75 punti a 90,72 (il rendimento è salito dal 5,27% al 6,08%). I CCT con scadenza 3/2017 hanno perso anch'essi 5 punti di prezzo, da 91,75 a 86,75. In Spagna la discesa dei decennali è stata di 2,63 punti (rendimento dal 5,67% al 6,03%).

L'Italia è pertanto il Paese il cui debito pubblico ha fatto peggio mentre in termini relativi hanno fatto meglio nell'ordine Irlanda, Portogallo e Grecia. I titoli decennali di Irlanda e Portogallo e Grecia al 5 agosto u.s. infatti quotano rispettivamente 71,7 (+11,7 punti), 60 (+7 punti) e 59 (+4 punti nel periodo). Nel periodo considerato, il debito di questi tre Paesi si è apprezzato di più di quello tedesco.

Nella citata nota del 10 luglio, nella quale si raccomandava di uscire dai titoli di stato italiani, erano indicate le condizioni per poter eventualmente tornare ad investire sui medesimi, e precisamente:

1. I prezzi dei BTP crollano, ad esempio sui livelli del precedente paragrafo;
2. I prezzi dei titoli di stato portoghesi ed irlandesi recuperano sostanzialmente, autonomamente o a seguito di un riuscito piano di stabilizzazione europeo;
3. L'Italia prende misure eccezionali in via unilaterale per migliorare la propria situazione debitoria (es.: pareggio di bilancio non nel 2014 ma nel 2012).

Ebbene, si è forse avverata almeno una delle tre menzionate condizioni, cosicché possiamo tranquillamente tornare ad investire in titoli di stato italiani? La risposta è no: nessuna delle tre in modo conclusivo. Però **tutte e tre le ipotesi si sono parzialmente realizzate**: i prezzi dei BTP e dei CCT sono scesi in modo sostanziale, i prezzi dei titoli di stato di Portogallo e Irlanda sono saliti (sebbene rimangano depressi) ed infine il Governo italiano ha annunciato l'obiettivo del pareggio di bilancio al 2013.

Tre obiettivi centrati a metà valgono quanto un obiettivo centrato in pieno? Forse no, però dobbiamo prendere atto che le varie autorità nazionali e sovra-nazionali (EU, IMF, ECB) si stanno muovendo nella direzione giusta, anche se, per loro stessa ammissione, è difficile per la politica tenere il passo con le evoluzioni dei mercati finanziari.

Tra le misure in fase di realizzazione da parte delle autorità sovra-nazionali, la più interessante ed efficace è certamente quella di acquistare i titoli di stato dei paesi più penalizzati sul mercato secondario (ossia non quelli di nuova emissione ma i titoli in circolazione precedentemente emessi). In attesa che possa farlo il fondo europeo EFSF, probabilmente lo sta già facendo la Banca centrale europea.

Tutto ciò considerato, essendo mutate le condizioni, possiamo a nostra volta mutare il nostro parere e **rimuovere la pregiudiziale contro i titoli di stato italiani.**

Se le misure appena annunciate dal Governo italiano in tema di pareggio del bilancio verranno prontamente tradotte in norme cogenti **si potrà investire nuovamente nei titoli di stato italiani, nella consapevolezza che i rendimenti correnti rappresentano una congrua remunerazione del rischio assunto.**

I rischi chiaramente permangono: la crisi del debito italiano è parte della crisi finanziaria globale ma trova alimento – fintantoché le politiche fiscali nella EU saranno prerogativa dei governi nazionali – dalle vicende politiche interne. Anche a non voler considerare l'alea che trova origine nell'attività della magistratura, le recenti tornate elettorali indicano la possibilità che la coalizione di governo possa non essere riconfermata dagli elettori. In tale situazione sarebbe importante per i mercati che anche l'attuale opposizione politica facesse proprio l'obiettivo del pareggio di bilancio, cosicché la percepita precarietà dell'attuale maggioranza o dei suoi esponenti più rappresentativi non possa venir letta dai mercati come instabilità degli stessi obiettivi di finanza pubblica.

Riuscire a separare il destino delle finanze pubbliche da quello di questo o quel Governo, questa o quella coalizione, rappresenterebbe un balzo in avanti che sorprenderebbe in positivo i mercati e porrebbe l'Italia in una situazione privilegiata (o come si dice nel gergo: "ahead of the curve") anche rispetto a Paesi che, per ora, godono del favore incondizionato dei mercati. La recentissima proposta di modifica costituzionale si pone in linea con questo obiettivo.

Tutto ciò premesso, continuiamo comunque a preferire le obbligazioni emesse o garantite da Irlanda e Portogallo per le ragioni ampiamente esposte nella precedente nota mentre le quotazioni raggiunte dai titoli di stato tedeschi – a meno di eventi catastrofici, quali la dissoluzione dell'euro – ne fanno probabilmente un cattivo investimento nel medio periodo.

Nel segmento azionario, un recupero del debito italiano spingerebbe al rialzo le quotazioni del settore bancario italiano e delle azioni europee in generale. Per contro, la correzione in atto a Wall Street non è stata finora di portata tale da creare – anche in relazione all'andamento dell'economia – una sufficiente sottovalutazione e ciò pesa, in prospettiva, sul settore azionario europeo, altrimenti attraente.

Cordiali saluti



Alessandro Ceccaroni