

CRISI E FINANZA

Il richiamo dei mercati

di **Alessandro Plateroti**

Quando il 9 novembre del 2011 lo spread tra i Btp e i Bund toccò il record storico dei 575 punti, la prima reazione

del governo e in generale delle forze politiche fu l'accusa di «aggressione e sabotaggio» rivolta contro i mercati: in sostanza, come ricorderanno in molti, il crollo della Borsa e il volo dei tassi di interesse sui titoli a breve e lunga scadenza (entrambi superarono addirittura la soglia del 7%, arrivando a una clamorosa inversione della curva dei rendimenti) furono attribuiti all'avidità e al cinismo degli speculatori americani, che non si sa bene per quale ragione avevano deciso nel corso dell'estate di affondare l'euro, l'Italia e il governo Berlusconi.

In realtà, come dimostrarono gli

sviluppi positivi della crisi dopo le dimissioni del governo (ma grazie anche alle banche centrali), la tesi del «complotto» era a dir poco fantasiosa: vendendo i titoli italiani, il mercato - cioè l'insieme degli operatori che hanno in gestione i risparmi di milioni di famiglie italiane e non - ci stava soltanto avvertendo che dopo l'esplosione della crisi greca l'Italia non poteva più permettersi di essere una variabile indipendente tra le economie dell'Eurozona, che il suo debito era eccessivo e che le inefficienze, la burocrazia e l'assenza di stabilità e di leadership

politica necessaria per impostare le riforme e un percorso di ripresa e di crescita economica erano ormai tali da mettere a rischio il sistema Paese e con questo l'intera Eurozona.

Oggi, a due anni di distanza da quegli eventi traumatici e dopo alcuni innegabili passi positivi sul terreno delle riforme, il mercato (ma anche le famiglie e le imprese) temono che l'Italia rischi di non poter continuare il suo percorso di risanamento e di consolidamento della crescita. Il prezzo sarebbe alto: sfiducia dei partner europei e degli investitori internazionali, rischio di una fuga di capitali.

Continua ▶ pagina 2

L'EDITORIALEAlessandro
Plateroti

Il richiamo dei mercati

▶ Continua da pagina 1

Il timore, in altre parole, è che l'Italia non sia più in grado di continuare a sfruttare - come invece ha fatto e sta facendo la Spagna - il sostegno dato ai mercati dalla liquidità delle banche centrali. E se si resta fuori dall'ombrello della Bce, diventa più difficile la discesa dei tassi di interesse, dello spread Btp-Bund e la stessa manovra di riduzione del debito pubblico.

Che non si tratti di fantasia lo dimostra non solo il crollo continuo di Piazza Affari, ormai da alcuni giorni la peggiore d'Europa, ma soprattutto l'andamento ribassista dei nostri Titoli di Stato, segnale chiarissimo di una sfiducia crescente. Ecco alcune cifre: i tassi italiani a due anni hanno sorpassato lunedì quelli spagnoli dopo un anno di progressi e ieri sono saliti ulteriormente fino a raggiungere e superare il 2,02%, il massimo di due mesi; i titoli a 5 anni sono balzati di 9 punti base al 3,34%, il livello più elevato dal 18 luglio; i tassi sui Btp a 10 anni, vero termometro della fiducia sull'Italia, sono risaliti in tre sedute al 4,44%, il saggio più elevato dal 30

luglio scorso e soprattutto pari a uno spread di appena 6 punti sul titolo spagnolo di analoga durata: la distanza tra i rendimenti dei due bond è ora la stessa misurata nel marzo 2012, quando l'Italia era catalogata tra i paesi più a rischio di insolvenza dopo Grecia e Portogallo. Ma ancora più significativo per comprendere bene il rischio che sta nuovamente correndo l'Italia sui mercati finanziari è stato l'esito dell'asta dei Ctz a 2 anni (zero coupon) di ieri: i tassi sono saliti in modo marginale (1,87%), ma per la prima volta dalla crisi del 2011 è stata riscontrata una vistosa contrazione della domanda di acquisto (cover/bid ratio) da parte degli operatori. Non è un bel segnale per l'immediato e soprattutto non è un bel segnale in vista delle prossime aste Btp: domani, in particolare, dovranno essere collocati fino a 6 miliardi di titoli a 5 e 10 anni, un'operazione il cui esito potrebbe condizionare profondamente le altre vendite nel calendario del Tesoro. In questo senso, molti operatori del mercato del debito ritengono fin d'ora che l'Italia stia correndo più o meno consapevolmente un doppio rischio: non solo pagare in Borsa, come tutti i mercati mondiali, le incertezze sulle prossime mosse delle banche centrali sul fronte della liquidità, ma anche pagare il prezzo del non fare tutto ciò che i mercati, l'Europa, le imprese e le famiglie si aspettano da noi in termini di riforme. Ieri i più importanti analisti internazionali già anticipavano una probabile risalita dello spread sui Bund oltre i 270 punti dai 260 attuali. E anche su

questo fronte bisogna fare attenzione: la discesa dello spread nei mesi estivi appare ora del tutto ingannevole. Perché a far scendere il differenziale di rendimento sui titoli tedeschi non è stato in realtà un calo dei nostri tassi, bensì un aumento dei tassi tedeschi saliti a quota 1,9% dall'1,3% di un anno fa. Più che migliorare noi, erano insomma i tedeschi che "peggiavano". Ora anche questo fenomeno sembra essere giunto a un punto critico: ieri i tassi sui Bund sono scesi mentre quelli italiani salivano. Non solo. I prezzi dei Credit default swap per assicurarsi dal rischio di un default italiano sono saliti di quasi il 9% in poche settimane; poichè nello stesso periodo i tassi dei Btp sono rimasti stabili intorno al 4,2%, significa che gli operatori hanno "graziato" l'Italia vendendo i Cds invece del titolo fisico Btp. Da ieri, anche questa rete di supporto è invece caduta.

Che fare, dunque? Nella speranza che nessuno li accusi di complotto, il primo segnale che attendono i mercati in questa fase è chiaramente politico. Ma la sua portata va ben oltre la crisi attuale. Dopo due anni di sforzi per rilanciare il Paese, una riesplorazione dell'instabilità politica porterebbe non solo a quell'ingovernabilità che spaventa tanto i mercati, ma soprattutto a una chiusura del cantiere delle riforme su cui si è lavorato faticosamente in un contesto economico recessivo e certamente difficile per le famiglie e per le imprese. Per i mercati, la governabilità è il solo contesto in cui sia possibile varare riforme

strutturali, incidere sulla spesa pubblica e liberare le risorse per ridurre i prelievi fiscali e contributivi. In altre parole (e non solo per i mercati), è la governabilità il fattore critico di successo per poter dare vigore ai timidi segnali di ripresa che sono emersi negli ultimi mesi. La Germania è un esempio calzante di questo concetto: la Merkel non è certamente la paladina dei mercati, ma la prospettiva della sua rielezione e quindi della governabilità ha permesso alla Borsa tedesca e ai Bund di sfuggire totalmente alla volatilità dei prezzi che precede tradizionalmente le elezioni politiche, comprese quelle tedesche.

Insomma, oggi è finalmente ben chiaro che non ci sono più margini per prendersela con la Germania o con la mancanza di una banca centrale che stampi banconote solo nazionali. Agli occhi di operatori e analisti per uscire dallo stallo economico l'Italia deve garantire stabilità al governo e quindi al progetto di rilancio del Paese su cui si sta lavorando ormai da due anni. Un processo che sotto l'impulso del risultato elettorale si svolge ormai alla luce del sole, ben visibile all'estero e soprattutto in Italia, dove la politica sta faticosamente cercando di riassorbire disaffezione e sconforto, se non addirittura disprezzo. Crisi di governo e ricorsi elettorali non darebbero certo un colpo di acceleratore a questo snodo politico, allontanandone invece l'evoluzione e accrescendo sui mercati le incognite del "rischio Italia".