



Il Sole 24 ORE

www.ilsole24ore.com



€ 2 * In Italia, solo per gli acquirenti edicola e fino ad esaurimento copie: in vendita abbinata obbligatoria con Biblioteca Multimediale / I Tuoi Soldi (Il Sole 24 Ore € 1,50 + I Tuoi Soldi € 0,50)

Martedì
29 Marzo 2016

QUOTIDIANO POLITICO ECONOMICO FINANZIARIO ♦ FONDATA NEL 1865

Poste Italiane Sped. in A.P. - D.L. 353/2003
conv. L. 46/2004, art.1, c.1, DCB Milano

Anno 152
Numero 86

**IN EDICOLA
LE GUIDE
DEL SOLE**



DOMANI: MATRIMONIO, CONVIVENZE, UNIONI
**Arriva «Famiglie & diritti»:
tutte le novità della riforma**

La guida a 0,50€ oltre il prezzo del quotidiano

Servizio ► pagina 20



OGGI «I TUOI SOLDI»
**Il corso di educazione
finanziaria: scegliere
la banca e il consulente**

Ogni martedì il manuale del risparmiatore

TERRORISMO E ECONOMIA

La difficile primavera dell'Europa immobile

di **Adriana Cerretelli**

È cominciata con l'incubo del terrorismo questa nuova primavera europea: 35 morti e oltre 300 feriti a Bruxelles, solo 4 mesi dopo le stragi di Parigi. Rischia di continuare con l'emergenza rifugiati, viste le molte incertezze, anche legali, che accompagnano l'attuazione del discorso piano euro-turco per tentare di controllarla.

Sullo sfondo di una ripresa economica che non riesce a rinvigorirsi, dei disoccupati che calano ma non abbastanza, delle banche che proiettano ombre di instabilità finanziaria sul circuito opaco di un'unione bancaria partorita zoppa e malata di nazional-protezionismi diffusi, che impediscono l'integrazione di un settore che dovrebbe essere invece uno dei volani fondamentali della crescita. Mario Draghi e la sua Bce d'ammirazione provano a dare una scossa alle banche come del resto ai governi europei. Finora senza risultati mirabolanti. Tanto che il 17 marzo scorso a Bruxelles, cinque giorni prima dei micidiali attentati che l'hanno colpita, il presidente della Bce non ha esitato a suonare l'allarme: «Le riforme per affrontare le debolezze strutturali dell'economia europea sono importanti ma ancora più importante è fare chiarezza sul futuro della nostra unione monetaria». La politica monetaria che in questi anni ha sostenuto la ripresa, ha aggiunto, non può fare né l'uno né l'altra. Mai prima la Bce aveva lanciato un avvertimento così ruvido ed esplicito ai governi dell'eurozona.

Con tutte queste crisi irrisolte, la primavera europea si annuncia anisodica e densa di punti interrogativi. Ad ogni attentato l'Europa si stringe in professioni comuni di buona volontà, come ad ogni cattiva pagella gli scolari promettono che saranno più buoni. In genere, nessuno dei due mantiene la parola. C'è da sperare che questa volta l'Europa si smentisca impegnandosi seriamente per rafforzare la cooperazione tra forze di politica e servizi di intelligence, far confluire le informazioni nelle banche dati Ue, approvare il registro europeo dei passeggeri aerei, potenziare i controlli alle frontiere come gli strumenti di lotta al finanziamento del terrorismo. Tutti impegni ribaditi con forza a Bruxelles giovedì scorso dai ministri di Interni e Giustizia Ue. Peccato che gli stessi avevano promesso le stesse cose nel novembre scorso. Invano.

Continua ► pagina 20

In Europa, America e Asia recuperati 12 mila miliardi dai minimi del trimestre

Borse, perdite dimezzate Scatto di Italia e Spagna

Milano e Madrid le migliori a marzo - Effetto-Draghi sui BTp

Dopo un avvio d'anno ad alta volatilità, complici la crisi della Cina e il crollo del petrolio, i listini hanno recuperato con Wall Street che azzerò il rosso nel trimestre: dai minimi recuperati 12 mila miliardi di capitalizzazione. Mi-

lano e Madrid le Borse migliori a marzo: a Piazza Affari perdite globali dimezzate (-15,19%). Il rimbalzo favorisce le classi di investimento più svalutate: petrolio e mercati emergenti.

Franceschi e Pavesi ► pagina 3

CROLLI E RIMBALZI
**Automatismi
distruttivi**

di **Morya Longo**

Guardando i motivi per cui le Borse crollavano nel primo mese e mezzo del 2016, verrebbe da chiedersi cosa sia oggi cambiato per giustificare il rimbalzo. Oppure, girando il discorso, cosa ci fosse di tanto catastrofico allora per farle crollare così rovinosamente.

Continua ► pagina 3

LE PROSPETTIVE
**La grande
incertezza**

di **Isabella Bufacchi**

La peggiore eredità della Grande Crisi sui mercati finanziari europei è la Grande Incertezza. La sfera di cristallo non è mai esistita ma ora neanche le vecchie bussole sembrano essere di grande aiuto.

Continua ► pagina 2

I primi tre mesi a Piazza Affari



Attivo di oltre 100 miliardi e patrimonio di 24 miliardi - Core tier1 atteso al 16%

Bcc, il nuovo gruppo sotto la lente Bce

Il Parlamento stringe sulla riforma del credito cooperativo: a metà settimana il Dl approderà al Senato. La fisionomia del nuovo sistema dipenderà da quanti gruppi verranno costituiti e da quante banche si avvarranno della cosiddetta way-out: si stima che ci sarà un gruppo principale con un attivo superiore a 100 mi-

liardi e un patrimonio attorno ai 24 miliardi, che ricadrà quindi sotto la vigilanza della Bce, e uno dei più piccoli sotto la competenza della Banca d'Italia. Il faro della Bce inciderà su temi fondamentali come la governance, l'efficacia dei poteri e dei controlli della capogruppo sulle controllate.

Laura Serafini ► pagina 5

SENTENZA DEL TRIBUNALE DI NAPOLI

**«Niente limiti statutarî al recesso
dei soci delle banche popolari»**

Angelo Busani ► pagina 5

OSSERVATORIO CRESME-SOLE 24 ORE

Senza patto di stabilità volano (+85%) gli appalti comunali

di **Giorgio Santilli**

Lo «stupido» patto di stabilità interno non c'è più dal 1° gennaio 2016 (almeno per i comuni virtuosi) e i primi dati sugli investimenti in appalti

sembrano confermare le attese che negli anni erano andate maturando rispetto agli effetti «liberatori» della cancellazione di quei vincoli: nel primo bimestre dell'anno, a fronte di una crescita generalizzata del

mercato degli appalti dell'ordine del 15% rispetto al 2015, per i comuni l'aumento degli importi messi in gara è stato dell'8%, passando da 704 a 1,308 milioni. In altre parole, la crescita del mercato - che in

termini assoluti passa da 2.405 a 2.761 milioni, con un aumento di 356 milioni - è data tutta dall'accelerazione comunale che assorbe anche il calo delle altre stazioni appaltanti.

Continua ► pagina 8

**FOCUS
IMPRESA**



**Robot italiani
a caccia
di maxiordini
negli Usa**

Orlando e Finotto ► pagina 9

<

PALAZZO REALE

IL SIMBOLISMO

Arte in Europa
dalla Belle Époque alla Grande Guerra

dal 3 febbraio
al 5 giugno 2016

Infoline 02 54914
ticket24ore.it/simbolismo

PALAZZO REALE
MILANO

mostrasimbolismo.it
palazzorealemilano.it

una mostra
PALAZZO REALE
24 ORE CULTURA
ARTEMISIA
CZUP
Ricola

special lighting sponsor
con il sostegno
sponsor tecnici
in collaborazione con

Indice Generale 24.03 23.03 Var. %
FTSE MIB (31.12.02=23356,22) 18165,84 17535,39 -1,49
FTSE MIB (31.12.02=24401,54) 18165,84 18462,88 -1,61
FTSE MIB (31.12.02=20146,67) 21083,15 21327,26 -0,78
FTSE MIB (31.12.02=10000) 24058,15 24170,92 -0,47
Mediolan (21.06=100) 54,10 55,03 -1,68
Comit Globale (1972=100) 1058,65 1076,39 -1,65

Valuta 24.03 Diff.
Dollaro Usa 1,1154 -0,1522
Yen giapponese 125,4100 -0,4761
Sterlina inglese 0,7894 -0,0595
Franco svizzero 1,0875 -0,1744
Renminbi cinese 7,2662 0,0192
Dollaro canadese 1,4821 0,9880
Corona svedese 9,2688 0,4040
Dollaro austral. 1,4858 0,5277

MATERIE PRIME
Prezzi all. a New York (Luglio)
Rame N.Y. 2,2415 0,80
Caffè Arabica N.Y. 128,55 0,80

Paese/Indice
BORSE EUROPEE
D.J. EuroStoxx 319,05 -1,67
Amsterdam Am. Exc 437,49 -1,32
Bruxelles Bel 20A 336,90 -1,74
Francoforte Dax 981,35 -1,71
Helsinki Omnia Gen 791,13 -1,68
Lisbona Psi 20A 509,14 -1,08
Londra Fse 100A 6106,48 -1,49
Madrid Ibor 35A 8789,80 -1,54
Parigi Cac 40A 429,68 -2,13
Vienna Ato Index 2221,42 -2,04
Zurigo Swiss Mkt 7775,58 -1,50

New York DJ Ind. 17535,39 0,11
New York S&P 500 2037,05 0,05
New York Nasdaq C. 4764,79 -0,24
Tokyo Nikkei 225 17134,37 0,77
Hong Kong Hang S. 20345,61 -1,31
San Paolo B3P B3V 50895,63 2,49
Shanghai Comp. 2957,84 -0,72
Sydney All Ordin. 5151,62 -1,01
Singapore Straits T. 2830,29 -0,60
Toronto 300 Comp. 13390,19 0,24

Indice Cambi (22 valute)
Indice Sole-24Ore 106,65 0,04
Borsa chiusa

Prezzi di vendita all'estero: Albania €2, Austria €2, Francia €2, Germania €2, Monaco P. €2, Slovenia €2, Svizzera Sfr 3,20
con "Guida alla Riforma Fiscale" €9,90 in più; con "Guida al Bilancio d'Esercizio" €9,90 in più; con "Norme e Commenti" €9,90 in più; con "Telefondo" €9,90 in più; con "L'Espresso" €9,90 in più; con "Concordato Preventivo" €9,90 in più; con "Beni d'Impresa al Soc" €9,90 in più; con "Bilancio 2016" €9,90 in più; con "Pensioni Guida 2016" €9,90 in più; con "Reverse Charge e Split Payment" €9,90 in più; con "Codice delle Pensioni" €9,90 in più; con "Riforma Contabile" €9,90 in più; con "How To Spend It" €2,00 in più; con "Il Maschile" €2,00 in più.

Mercati globali

LE PROSPETTIVE

L'andamento

Sono saltate le vecchie correlazioni: investitori globali a caccia di una bussola

L'incognita politica

Movimenti anti-euro, immigrazione e terrorismo sono i fattori nuovi seguiti dai trader

La «Grande Incertezza» che disorienta i mercati

Elezioni, banche centrali, tassi negativi: le variabili dei prossimi mesi

di **Isabella Bufacchi**

► Continua da pagina 1

Saltate le solite correlazioni, inapplicabili le formule ed equazioni classiche in una terra finanziaria incognita. Molti degli appuntamenti nei rimanenti tre trimestri del 2016 e nel biennio 2017-2018 sono attesi da traders, operatori finanziari e investitori con l'ansietà di chi ha già smarrito la rotta una volta e non vuole riprenderla.

Sul fronte politico saranno decisivi per il Pil globale gli esiti di Brexit e le elezioni in Usa, Francia, Germania e anche Italia. L'Italia resta il più vigilato tra gli Stati dell'Eurozona perché la sopravvivenza dell'euro è assicurata solo se l'Italia continuerà a figurare nel club degli Stati finanziari che salvano gli altri Stati in difficoltà. L'Italia non ha chiesto e ottenuto aiuto esterno come Irlanda, Portogallo, Grecia, Spagna e Cipro ma ha un debito/Pil oltre il 130%, una crescita potenziale molto gracile e il credito all'economia stenta perché il sistema bancario non riesce a smaltire 360 miliardi di crediti deteriorati.

I TEMPI E LE BANCHE

Il rinvio della Mifid II, l'Unione bancaria, il nodo Npl, l'impatto del bail-in: fattori che destabilizzano il mondo del credito

L'Italia è considerata vulnerabile e i suoi appuntamenti segnati sul calendario dei rating sovrani sono sotto stretta sorveglianza, assieme a quelli della Francia.

Il rischio politico collegato a elezioni amministrative, generali e a referendum nell'Eurozona è una variabile seguita sempre più da vicino e più che in passato: i traders su scala mondiale studiano tanto l'indice PMI quanto i sondaggi che captano gli umori dell'elettorato europeo e i trend su populismo, nazionalismo, anti-europeismo. La creazione e l'andamento dei partiti di protesta anti-euro è monitorata tanto quanto l'inflazione. L'emergenza immigrazione e l'alta tensione imposta dagli attentati del terrorismo islamico sono due fattori negativi difficilmente valutabili che ora però si sono aggiunti alle variabili sull'andamento futuro di un Pil europeo già deludente.

Sul lato bancario-finanziario, il rinvio di un anno dell'entrata in vigore della Mifid II (la direttiva sulle nuove regole di mercato per strumenti e intermediari) dal gennaio 2017 al gennaio 2018 dà un lato alleggerisce la compliance ma dall'altro allunga i tempi dell'entrata in vigore e quindi delle

certezze in arrivo. Lo stesso discorso vale per l'Unione bancaria, che ha tempi lunghi di implementazione e che procede a rilente anche per colpa del difficile coordinamento con altre misure e contesti a livello nazionale e globale (per esempio non è chiaro come verrà conciliata la TLAC, la capacità di assorbimento totale delle perdite con i requisiti MREL sui fondi propri e sulle passività detenute per l'applicazione bail-in). Il dibattito sul bail-in, e sull'inopportuna scossa data alla fiducia dei risparmiatori negli strumenti bancari (senior bond e obbligazioni subordinate), è un'altra fonte di incertezza, normativa e non solo.

Il deleveraging delle banche, più che opportuno in un sistema europeo troppo bancocentrico, sarebbe dovuto essere assecondato da una Capital Market Union ad alta velocità. Invece è arrivato il Piano Juncker per mobilitare investimenti pubblici e privati nell'economia reale pari ad almeno 315 miliardi (circa il 2 per cento del PIL dell'UE nel 2015) nel periodo 2015-2017. E' stato istituito un fondo di garanzia di 16 miliardi nel bilancio dell'UE per costituire le garanzie pubbliche del FEIS (Fondo europeo per gli investimenti strategici) mentre altri 5 miliardi sono stati stanziati dalla BEI: questa somma ha assicurato al FEIS una capacità di assorbimento dei rischi pari a 21 miliardi, cui dovranno aggiungersi 294 miliardi in finanziamenti privati, con un effetto moltiplicatore di 15 (in base all'esperienza storica), come ricorda l'ultimo Bollettino economico della Bce. Per i mercati, questo sforzo non è però sufficiente per colmare il gap degli investimenti pubblici che languono: le prospettive di un maggiore stimolo all'economia dal settore pubblico sono anch'esse entrate ora nei radar dei mercati quest'anno, anche se i margini di manovra sono ridotti colpa dell'eccessivo debito pubblico in molti Stati.

Un mercato dei capitali efficiente ed esteso non si crea in un giorno: continua a gravare quindi sulla crescita potenziale europea la carenza di strumenti d'investimento appetibili che consentano di attingere al risparmio custodito da fondi pensione e compagnie di assicurazione per finanziare l'economia reale e le infrastrutture: la direttiva Solvency II è entrata in vigore soltanto il primo gennaio 2016 e richiederà molto tempo prima di poter dare i frutti sperati.

Gli investitori, grandi e piccoli, si muovono intanto nel contesto di una repressione finanziaria senza precedenti: oltre il 60% dei titoli di Stato europei con scadenza sotto i 10 anni ha rendimenti ne-

INCOGNITE E MERCATI

I fattori-chiave

Qui sotto un elenco dei fattori che nelle prossime settimane avranno un impatto diretto o indiretto sui mercati.

ASTE TITOLI DI STATO

Emissioni 2016 a € 820 miliardi

BANCHE, BAIL-IN

Unione bancaria incompiuta

BREXIT

Referendum 23 giugno

CINA

soft landing, hard landing?

CMU

Capital market union incompiuta

CORRELAZIONI

Saltate i parametri standard

DEBITO

Impennata UE del Debito/Pil

DEFLAZIONE

Il rischio in Europa c'è

ELEZIONI POLITICHE

Ascesa anti-europeismo

FEDERAL RESERVE

Incognite sul rialzo dei tassi

GREXIT

Il timore resta

GUERRA VALUTE

Rinvigorire una crescita magra senza esclusione di colpi

HELICOPTER MONEY

In casi estremi, estremi rimedi anche per le banche centrali?

HIGH-SPEED TRADING

Scambi dominati da algoritmi

EMERGENZA IMMIGRAZIONE

Problema europeo irrisolto

INVECCHIAMENTO

Cresce la popolazione mondiale, dove invecchia pesa sullo Stato

MERCATI EMERGENTI

In crisi petrolio e commodity

MIFID II

Rinvio a Gen 2018: incertezza

QE BCE

Problema Bund irrisolto, incertezza su corporate bond

RATING SOVRANI

Calendario, promozioni, tagli

REPRESSIONE FINANZIARIA

Il 62% dei titoli di Stato in euro ha rendimenti negativi

ROBOTICA

Impatto sul l'occupazione?

TERRORISMO ISLAMICO

Che peso ha sul Pil?

VOLATILITÀ

In aumento

gativi e sei banche centrali stanno applicando tassi ufficiali sotto zero. Le quattro banche centrali di Usa, Giappone, Eurozona e Inghilterra hanno accumulato asset in bilancio oltre 11.300 miliardi di dollari e una delle grandi incertezze che affliggono i mercati è la modalità di uscita dal quantitativo easing. I mercati si consolano calcolando che il reinvestimento del capitale dei bond scaduti e le cedole possono allungare l'effetto QE di una decina d'anni.

Il rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve è tra i prossimi gli appuntamenti dominanti e incerti: la forward guidance è stata una grande invenzione dei banchieri centrali, ma i pronostici disegnati dai mercati continuano ad essere disastrosi, le stesse banche centrali sono libere di cambiare idea e intervento, perché il contesto nel quale operano è in continua evoluzione e costellato di colpi di scena.

Anche sulla Bce gravano alcune incognite e incertezze: entro 18-20 mesi, Goldman Sachs stima che Francoforte non avrà più titoli di Stato tedeschi da acquistare nell'ambito del programma esteso di acquisto di attività PAA, a causa della chiave capitale (capital key) di partecipazione al capitale della Bce da parte delle banche centrali nazionali dell'Eurozona. Nella seconda metà di quest'anno i corporate bond finiranno nel bilancio della Bce ma con modalità ancora da definirsi nel dettaglio. Il mercato sarebbe però molto più tranquillo se potesse darsi una risposta certa ad altri interrogativi: nella cassetta degli atrezzi SOS della Bce c'è l'acquisto di obbligazioni bancarie e il finanziamento diretto di Stati e consumatori con l'Helicopter money?

Gli interventi dei governi, delle istituzioni sovranazionali, delle banche centrali e degli organi di controllo e di vigilanza in questo decennio 2007-2016 hanno rafforzato il sistema ma solo parzialmente sono riusciti a ricostruire la fiducia dei mercati in un futuro migliore, dove si stenta a valutare l'impatto dell'invecchiamento della popolazione sui conti pubblici e della robotica sul mercato del lavoro. La Grande Crisi - scandita dai crac delle banche di rilevanza sistemica, la chiusura improvvisa dell'interbancario e delle emissioni di bond bancari e cartolarizzazioni, i default senza precedenti di Paesi non emergenti, l'illiquidità estrema e la volatilità impazzita - ha lasciato un segno che sembra ancora indelebile: i mercati continuano a temere un'improvvisa nuova Grande Crisi e il ritorno a una Grande Depressione.

@isa.bufacchi
isabella.bufacchi@ilssole24ore.com
© RIPRODUZIONE RISERVATA

La fotografia europea

Una panoramica a livello europeo sul rating del debito dei vari paesi e sull'outlook stabilito dalle varie agenzie internazionali. Per ciascun paese è indicata anche la data delle prossime elezioni politiche

SCALA DEL RATING
Migliore Peggior

OUTLOOK
▲ Positivo ● Stabile ▼ Negativo

PAESE

Data prossime elezioni

S&P **Moody's** **Fitch**
Prossima revisione Prossima revisione Prossima revisione

1. GERMANIA

Tra il 27 agosto e il 22 ottobre 2017

AAA **Aaa** **AAA**
8 lug 24 giu 1 apr

2. OLANDA

Non oltre il 15 marzo 2017

AAA **Aaa** **AAA**
20 mag 8 lug 6 mag

3. FINLANDIA

Aprile 2019

AA+ **Aaa** **AA+**
16 set 3 giu 2 set

4. AUSTRIA

Settembre - ottobre 2018

AA+ **Aaa** **AA+**
16 set 24 giu 5 ago

I TASSI D'INTERESSE

Il confronto internazionale in punti percentuale

Usa	Eurozona	R. Unito	Svezia	Polonia	R. Ceca	Ungheria	Svizzera	Russia	Turchia	Cina	Giappone
0,50	0,00	0,50	-0,35	1,50	0,05	1,35	-0,75	11,00	7,50	4,35	-0,10

INTERVISTA

Giovanni Zanni

Chief economist Sud Europa Credit Suisse

«Rischi stabilizzati, ma pesa l'incognita Brexit»

«I dati macroeconomici confermano un trend di miglioramento, continuo ma fragile, dell'Europa, in uscita dalla Grande Crisi e senza situazioni di stress come Grexit. I fondamentali sono migliorati ma i mercati non sono tranquilli, la volatilità è aumentata ed è difficile mantenere posizioni con duration lunga: la fragilità della ripresa economica

IL RUOLO DI DRAGHI

«La ripresa europea è fragile e questa fragilità ha bisogno di tutto il sostegno della Bce»

si somma allo stock della disoccupazione e del debito pubblico ereditati dalla crisi, tutti fattori che agli occhi dei mercati rendono il sistema più vulnerabile, meno capace di assorbire nuovi shock». Giovanni Zanni, economista responsabile per l'Europa del Sud al Credit Suisse, è confortato dai dati recenti europei sulla solidità della domanda interna e sulla forza della fiducia dei con-

sultatori. Ma incombe Brexit.

Quali sono i focolai accesi che più preoccupano?

Alcuni grandi rischi si sono già manifestati e si stanno stabilizzando, tra questi il rallentamento della Cina che appare ora essere gestito, la crescita Usa che resta solida, il prezzo del petrolio, che dopo il crollo ora sembra stabilizzarsi: entrambi sono divenuti rischi minori. Resta invece per l'Europa il rischio materiale e sistemico posto da Brexit. Nel caso di uscita del Regno Unito dall'Unione europea, vi sarebbero impatti destabilizzanti nel breve ma anche nel medio e lungo termine.

Brexit può danneggiare l'euro, la Ue, persino l'Italia?

Il primo Paese ad essere colpito sarebbe il Regno Unito, la sterlina. Un Paese che attrae flussi importanti di investimenti diretti e non dall'estero, perché garantisce la certezza del diritto, diventerebbe uno Stato minato dall'incertezza. A risentirne, sul breve termine, il Pilinglese e a cascata anche quello europeo. Resta da vedere come reagirà l'Eurozona: da un lato potrebbe accele-



Economista. Giovanni Zanni

referendum inglese dovesse essere inatteso e portare a Brexit, i mercati potrebbero iniziare a guardare con più attenzione cosa accadrà in Italia con il referendum in ottobre sul quale il premier Matteo Renzi si gioca il suo futuro politico, perché ha minacciato di dimettersi nel caso di sconfitta.

Il QE di Mario Draghi è un toccasana per il mondo del credito ma non risolve i problemi della politica...

Il secondo round di TLTRO è servito a rimettere in sesto una situazione che iniziava a deteriorarsi malamente: mi riferisco alle banche europee e al costo della loro raccolta sui mercati che aveva ripreso a salire. Il problema dei NPLs si risolve con la crescita, i due valori sono strettamente correlati, sale la crescita e scendono le sofferenze bancarie. Ma l'intervento di Draghi è servito soprattutto ad accompagnare i dati macroeconomici in miglioramento: la ripresa europea è fragile e questa fragilità, che tiene sulla corda i mercati, ha bisogno di tutto il sostegno della Bce.

I.B.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

998

MADE IN THE USA

new balance

newbalance.it

Mercati globali

IL BILANCIO DEL TRIMESTRE

Borse, recuperati 12mila miliardi dai minimi

L'Europa dimezza le perdite da inizio anno - Lo sprint di Milano e Madrid a marzo

Andrea Franceschi

Se si volesse giudicare il primo trimestre del 2016 delle Borse solo dal saldo finale dell'indice più rappresentativo, l'S&P 500 di Wall Street, si potrebbe dire che è stato un avvio d'anno «senza infamia e senza lode». In realtà quel -0,29% registrato da inizio anno dal paniere delle blue chip americane racconta solo una parte della verità. Per avere una fotografia più chiara di come è stato questo avvio d'anno sui mercati azionari bisogna osservare il grafico in pagina dal quale si può chiaramente constatare un crollo pesante nel primo mese e mezzo seguito da un successivo recupero. L'indice della Borsa americana è arrivato a perdere oltre il 9% per poi mettere a segno un rimbalzo dai minimi dell'11 febbraio di 11 punti. Mutatis mutandis è andata così su tutti i principali mercati azionari mondiali. Con oscillazioni più o meno marcate.

L'ottovolante dei listini

L'indice Nikkei giapponese è arrivato a perdere il 19,9% per poi recuperare il 14,5 per cento. L'indice Stoxx 600 europeo è crollato del 14,88% nei primi 40 giorni per riassorbire la perdita ad un -6,04 per cento. Tra le piazze continentali ha sofferto molto i rovesci di mercato Milano con l'indice Ftse

MERCATI INSTABILI

Nelle prime settimane dell'anno gli investitori hanno dovuto fare i conti con un contesto di mercato estremamente illiquido

IL RIMBALZO

Dopo il crollo è arrivato il rimbalzo che ha premiato soprattutto gli asset più svalutati: materie prime e mercati emergenti

Mib che all'11 febbraio mostrava una perdita di ben 23,9 punti percentuali. Rosso che si è ridotto a -12,39 per cento.

Il valore di mercato perso e poi recuperato

Stando alla banca dati S&P Capital IQ i mercati azionari globali da inizio anno ai minimi dell'11 febbraio hanno visto volatilizzarsi oltre 14mila miliardi di dollari di capitalizzazione. Un buco che è stato in buona parte ricolmato con 12mila miliardi guadagnati nell'ultimo mese e mezzo. Un crollo e un successivo recupero di una violenza estrema in un contesto di volatilità anomalo. Normalmente i mercati sono più ondivagli nei periodi estivi. Quando i volumi di scambio sono inferiori alla media per via delle festività e gli indici sono più facilmente orientabili, al rialzo o al ribasso. Difficile che questo possa avvenire in un periodo assai più affollato come i primi tre mesi dell'anno nuovo. Eppure questo è successo a giudicare dall'andamento del Volatility index (Vix) balzato ai massimi di questa estate.

Le variabili Cina e petrolio

I crolli della Borsa di Shanghai, le improbabili contromosse delle autorità per arginare i crolli (la seduta di giovedì 7 gennaio durò appena 14 minuti per via dell'attivazione del meccanismo di sospensione automatica degli scambi) e la decisione della banca centrale cinese di svalutare nuovamente lo yuan. Sono stati soprattutto questi eventi a scuotere i listini nei primissimi giorni dell'anno. Questa estrema ondata di avversione al rischio ha colpito tutti i mercati trainati al ribasso soprattutto dal crollo delle commodities (la classe di investimento più esposta in caso di rallentamento della Repubblica popolare visto lo status di importatore di quest'ultima).

È stato in particolare il petrolio, piombato sotto i 27 dollari al barile a inizio febbraio, a catalizzare le attenzioni dei ribassisti. Gli spunti per vendere non sono mancati in un contesto di mercato che, allora come oggi, resta

condizionato da un problema molto difficile da risolvere: l'eccesso di capacità produttiva. E con il petrolio e le altre commodities a cascata hanno sofferto i Paesi emergenti e i titoli del settore petrolifero e minerario.

La nuove regole per le banche

A questi elementi di incertezza globali, peraltro già noti, se ne è sommato un altro in Europa che ha riguardato la tenuta del sistema bancario. L'entrata in vigore nel 2016 del nuovo meccanismo europeo di risoluzione bancaria, che ha introdotto il concetto di "bail in" (salvataggio interno ad opera di soci e creditori) in sostituzione del "bailout" (salvataggio con soldi pubblici), ha messo in allarme azionisti e obbligazionisti degli istituti meno solidi che hanno iniziato a percepire come concreto il rischio di farsi carico della ricapitalizzazione della banca attraverso, ad esempio, la conversione in capitale dei bond subordinati. In un contesto già estremamente volatile e nervoso per le ragioni di cui sopra, le banche in Borsa hanno sofferto pesantemente. Non solo quelle italiane, bersagliate per il noto problema delle sofferenze (vedi articolo in pagina), ma anche quelle straniere come Deutsche Bank finita nella bufera dopo l'ennesimo bilancio in profondo rosso (6 miliardi di euro di perdita).

Mercati illiquidi

Il mercato nelle prime settimane dell'anno è stato caratterizzato da un'estrema illiquidità e questo ha esasperato le oscillazioni e l'instabilità dei listini. Non è ben chiaro perché, d'improvviso, si è venuta a creare questa situazione di instabilità. In molti hanno tirato in ballo i fondi sovrani dei Paesi produttori di petrolio che, per far fronte alle esigenze di cassa legate al crollo dei prezzi, sono stati costretti a liquidare forzatamente parte del loro portafoglio. C'è poi chi ha spiegato questa volatilità con il fatto che le banche, costrette a rispettare i requisiti patrimoniali imposti dalle autorità di vigilanza, non riescono più a «fare mercato» e quindi ad assorbire le ondate ribassiste.

Il ruolo delle banche centrali

Sta di fatto che, così come è sceso il mercato è risalito. Un rally, quello dell'ultimo mese e mezzo, che ha premiato proprio le classi di investimento più penalizzate come le Borse emergenti (+18% dai minimi) o il petrolio (+43,7%). Un rimbalzo che è andato di pari passo con la svalutazione del dollaro (-3,34% la performance del dollaro index dai massimi di fine gennaio ai minimi di metà marzo) legato alla scommessa su una politica monetaria più accomodante da parte della Federal Reserve. Scommessa che in parte è risultata azzeccata dato che, al direttivo di questo mese i banchieri hanno fatto capire che i rialzi del costo del denaro per il 2016 sarebbero stati due non quattro come inizialmente preventivato. Per ragioni diverse ha poi contribuito alla ripresa dei mercati anche la decisione della Bce di ampliare il Quantitative easing e di varare nuove misure di stimolo monetario. Misure che hanno favorito soprattutto il rimbalzo delle bersagliate piazze di Milano e Madrid.

Il rimbalzo tecnico

C'è peraltro una motivazione più tecnica da tenere conto per spiegare questo rimbalzo: nei primi mesi dell'anno i grandi gestori hanno aumentato di molto la loro quota di risorse liquide in portafoglio portandola, secondo i calcoli di BofA Merrill Lynch, al 5,6 per cento. Una percentuale superiore alla media e ai massimi dal 2001. Numeri che in genere vengono interpretati come il segnale che il mercato è ipervenduto. Non è un caso quindi che gli investitori in tutto il mondo abbiano riscattato parte di questa abbondante liquidità (65 miliardi netti di flussi dai fondi monetari nelle ultime due settimane) per investire laddove i prezzi erano più convenienti. Favorendo così il rally.

Volatilità alle stelle

Nel 2016 l'indice Vix è tornato sui massimi dalla prima crisi cinese della scorsa estate

Le cause del rimbalzo di marzo

Gli interventi delle Banche centrali e i fattori tecnici: ecco perché è partito il rally

Tre mesi sull'ottovolante



4 GENNAIO

Borse in forte calo nella prima seduta 2016 (Francoforte -4,3%, Milano -3,2); per Wall Street il peggior avvio dal 1932. Spaventa la Cina. Nella foto la Borsa cinese



12 GENNAIO

Il petrolio cade sotto i 30 dollari al barile: è ai livelli minimi dal 2003. Borse e titoli di Stato sotto pressione. Nella foto una trivella



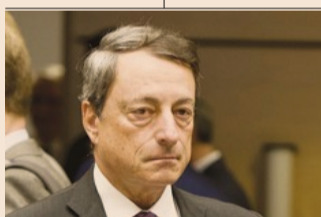
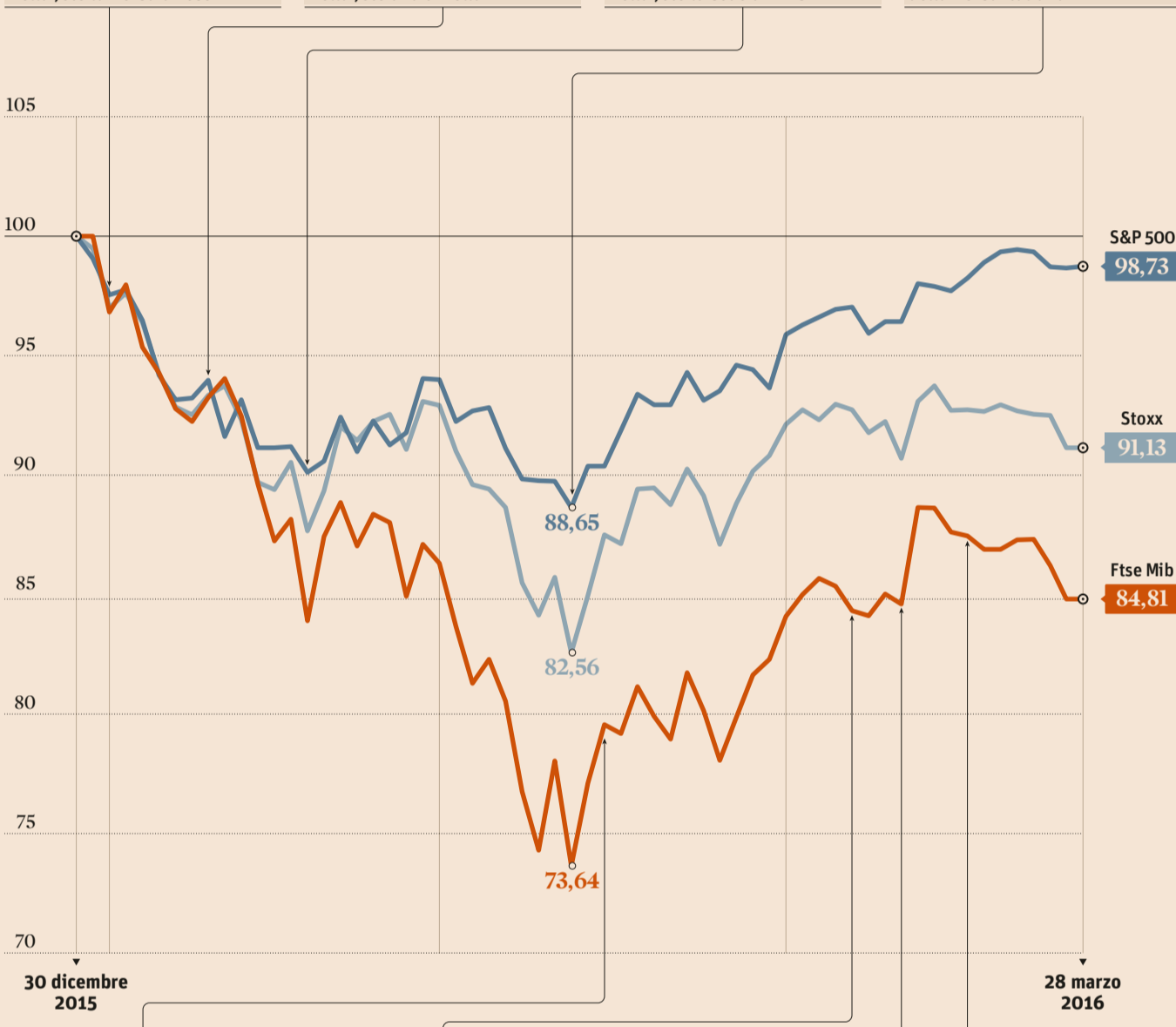
20 GENNAIO

Giornata nera per le Borse europee in generale, e per Piazza Affari (-4,83%) in particolare. Crollano i titoli bancari. Nella foto la sede di MPS



11 FEBBRAIO

Piazza Affari lascia sul terreno il 5,63% e tocca i minimi dell'anno, il petrolio scende a 26,14 dollari al barile. Nella foto la sede della Borsa italiana



15 FEBBRAIO

Il presidente della Bce Draghi conferma l'intenzione di agire a marzo: balzo delle Borse e crollo dei rendimenti. Nella foto Mario Draghi



7 MARZO

Maxi-rimbalzo dei prezzi del greggio: il barile torna sopra quota 40 dollari al barile. Nella foto la sede dell'Opec



10 MARZO

Mario Draghi annuncia un pacchetto di misure che rafforzano il "quantitative easing". Nella foto la sede della Bce



16 MARZO

La Fed riduce da 4 a 2 i rialzi dei tassi attesi per il 2016. Nella foto il presidente della Fed Janet Yellen

Ftse/Mib. Su 40 blue chip, solo sette chiudono il trimestre con segno positivo: Snam, Terna ed Enel le migliori

Piazza Affari incorona le utility italiane

Fabio Pavesi

Tra i 40 titoli che compongono il Ftse/Mib, il listino principe di Piazza Affari, solo sette hanno archiviato i primi tre (turbolenti) mesi dell'anno con performance positive. E tra questi sette, ben quattro sono delle utility. Un risultato niente affatto casuale. Quando i mercati subiscono un ritracciamento pesante come quello avviato dall'inizio del 2016 e chiuso a metà febbraio, sono i titoli prettamente difensivi a farsi luce. Si vendono le banche come è accaduto e si sale sul carro della varie Snam, Terna, Enel. In particolare Snam e Terna viaggiano oggi ai loro massimi storici di sempre. Una corsa avviata da tempo per titoli che grazie ai business regolati, ai flussi di cassa stabili nel tempo, agli alti dividendi garantiti risentono meno di altri delle fasi negative del ciclo e sono considerati porti rifugio dagli investitori professionali. Di converso un listino, come quello milanese, così bancocentrico

è stato appesantito proprio dai bancari. Si va dal -54% da inizio anno del Monte dei Paschi, la banca più fragile tra i big, per risalire al -22% lasciato sul terreno da Intesa Sanpaolo, l'istituto più solido patrimonialmente. Ovvio che la performance del listino delle blue chip abbia risentito

LISTINO BANCOCENTRICO

Il panico sul credito è rientrato e le banche possono recuperare grazie alle minori perdite sulle sofferenze e al Roe in salita

tito pesantemente dello sbom del credito. Il Ftse/Mib che aveva toccato i massimi (sulla spinta dei bancari nella prima parte del 2015) a 24 mila punti nell'agosto del 2015 ora si trova a poco più di 18 mila dopo essere pericolosamente sceso sotto i 16 mila punti a metà febbraio, all'apice del crollo dei titoli ban-

cari. Ora la piccolissima salita. Cosa c'è da attendersi per l'immediato futuro? Molto dipenderà dall'atteggiamento che il mercato avrà nei confronti delle banche. Il panico di inizio anno sembra superato. Le manovre della Bce che hanno portato i tassi di finanziamento a zero e che consentono un premio fino a 40 punti-base sul nuovo credito, hanno di fatto abbassato ulteriormente il costo del funding per gli istituti. Certo i tassi a zero non aiutano nel breve a far ripartire i margini di interesse delle banche ridotti ai minimi storici. Servono volumi aggiuntivi di nuovi impieghi per riavviare margini fermi. Un buon segnale viene dal mercato dei mutui per la casa che sono di fatto ripartiti. E sul fronte degli altri ricavi le banche hanno mostrato di saper compensare la frenata dei ricavi da interesse con un forte aumento dei ricavi da commissioni e servizi. Ma la vera svolta arriverà per i conti delle banche dalle minori sval-

tazioni sui crediti malati. Un primo forte segnale c'è già stato l'anno scorso. Pressoché tutte le banche hanno visto ridursi il peso delle rettifiche sulle sofferenze, la voce che per lunghi anni ha mandato in rosso i conti del sistema. Già con il 2015 il sistema bancario nel suo complesso ha prodotto utili per 5 miliardi e per il 2016 ci si attende un'accelerazione della profittabilità con il Roe visto in crescita. Se tutto andrà in questa direzione, se le rettifiche sulle sofferenze si ridurranno e gli utili saliranno ulteriormente, allora quei valori di Borsa che oggi mediamente assegnano quotazioni che valgono solo la metà del capitale si riveleranno inadeguate al nuovo corso del sistema bancario. Oggi solo Intesa e il Credem riescono a strappare multipli pari al valore del patrimonio. Domani un re-rating potrebbe arrivare anche per altri protagonisti del comparto. Si vedrà con le prossime trimestrali.

L'ANALISI

Morya Longo

Automatismi distruttivi: come le Borse vanno in tilt

► Continua da pagina 1

I mercati finanziari riescono infatti a terrorizzarsi e a entusiasinarsi a giorni o mesi alterni, pur in presenza di condizioni economiche sostanzialmente analoghe. Sono le "lenti" degli investitori (umani o algoritmici che siano) a guardare la stessa realtà in maniera diversa: per questo i motivi principali che fanno crollare e riprendere i mercati finanziari non sono probabilmente da cercare solo in Cina, nelle banche, nei Paesi emergenti o nel petrolio, ma all'interno dei mercati stessi. Nelle loro dinamiche. Nei loro automatismi distruttivi. Per capirlo, basta guardare cosa a inizio anno faceva terrore e cosa oggi genera entusiasmo: la realtà non era così nera allora, non è così rosea oggi.

I motivi del crollo

A gennaio facevano per esempio paura le banche italiane, a causa dei troppi prestiti inesigibili che hanno accumulato nei bilanci. Sovrapponendo questo problema all'entrata in vigore della normativa del «bail-in» e al decreto Salva-banche di fine dicembre (che aveva imposto a quattro istituti italiani pesanti svalutazioni proprio sui crediti deteriorati), gli investitori erano entrati nel panico: se a tutte le banche italiane venissero imposte dalle Autorità svalutazioni altrettanto dure su tutti i loro crediti in sofferenza - temevano - molti istituti andrebbero gambe all'aria. E il bail-in diventerebbe realtà. Questo, a gennaio, era uno dei motivi del panico in Borsa.

Ma già allora si capiva quanto fosse in gran parte ingiustificato o pretestuoso. Non solo perché le banche sono già passate dai raggi X della Bce e sono sopravvissute, ma soprattutto perché è impensabile che un'Autorità di vigilanza imponga all'improvviso svalutazioni così pesanti da mandare deliberatamente in default uno o più istituti. Anche quando Mario Draghi, presidente Bce, ha chiaramente detto che non avrebbe imposto ulteriori aumenti di capitale alle banche, le Borse hanno continuato a crollare. Segno che a deprimerle erano altri motivi: i crediti in sofferenza erano solo un pretesto.

Come erano probabilmente poco più che pretesti gli altri motivi che generavano panico tra gennaio e febbraio: la Cina, il petrolio o i Paesi emergenti. Che la Cina avesse problemi era noto anche nel 2015, quando i mercati non crollavano affatto. Che i Paesi emergenti fossero iperindebitati erano risaputo anche prima. Solo il prezzo del petrolio nel 2016 è sceso su livelli mai visti nel 2015, ma il trend ribassista era ben noto sin dall'anno precedente. Dunque, nulla di veramente eclatante è accaduto nel 2016 per giustificare un totale cambiamento di scenario sulle Borse. Una correzione ci stava tutta, ma la fine del mondo no.

I motivi del rimbalzo

Altrettanto eccessivo è l'entusiasmo arrivato in Borsa dopo l'11 febbraio. È vero che di motivi che giustificerebbero il rimbalzo dei listini ce ne sarebbero: la Bce ha varato misure senza precedenti (10 marzo), la Fed Usa ha ufficialmente abbandonato l'idea di effettuare 4 rialzi dei tassi nel 2016 (16 marzo), il petrolio è rimbalzato (dal minimo di 26 dollari agli attuali 40 circa), in Italia è stato varato un pacchetto di misure per aiutare le banche a cedere i crediti deteriorati.

Ma tutte queste ragioni non sono tali da giustificare un totale cambio di percezione della realtà da parte dei mercati: tutti sanno che gli stimoli monetari stanno progressivamente perdendo di efficacia, le previsioni sul petrolio indicano ancora prezzi bassi e il pacchetto varato dal Governo sui crediti in sofferenza sin da subito è apparso a molti addetti ai lavori poco più di acqua fresca. Insomma: come nei primi 40 giorni del 2016 non c'erano ragioni per un tracollo di quelle proporzioni, ora non ci sono i motivi per entusiasmarci davvero.

Finanza autoreferenziale

Proprio questo è il punto. Mentre noi ci scervelliamo a cercare spiegazioni razionali nella volatilità delle Borse, ci sfugge l'unico vero motivo per cui sono così schizofreniche: i mercati ormai brillano di luce propria. Le ragioni vere del tracollo di gennaio e del rimbalzo di marzo vanno insomma cercate all'interno dei mercati stessi. Il crollo a gennaio è infatti probabilmente nato per un motivo tecnico: molti fondi sovrani dei Paesi esportatori di petrolio sono stati costretti a vendere azioni nelle nostre Borse, per recuperare il denaro che serve loro per tappare le falle causate dal mini-greggio nei bilanci pubblici.

Alle vendite forzate dei fondi sovrani (che muovono grandi

DIETRO LE QUINTE

Cina, banche e petrolio sono solo i pretesti della volatilità: a crearla sono in realtà le vendite e gli acquisti «forzati»

quantità di denaro) sono poi seguite numerose reazioni a catena. Sempre di carattere tecnico. Per esempio sono scattati i cosiddetti "margin call". Le banche concedono spesso finanziamenti accettando azioni in garanzia: quando il valore dei titoli scende, perché le Borse per qualunque motivo perdono quota, le banche chiedono ai clienti il reintegro di quelle garanzie. Se i clienti non hanno azioni o cash sufficiente per soddisfare questa richiesta (e in momenti di panico capita spesso), le banche fanno l'unica cosa che garantisce loro il recupero dei soldi prestati: chiudono i finanziamenti e vendono le azioni messe in garanzia prima che valgano troppo poco. Così il crollo delle Borse alimenta altri crolli.

Se le Borse scendono troppo velocemente e la volatilità impazzisce, sono costretti a vendere anche gli investitori che hanno per statuto un limite di «Value at risk» (cioè di rischio sopportabile) nei loro portafogli. Alimentando così ulteriormente il crollo. Su questi fattori tecnici (ce ne sono anche altri) sgazzano poi la speculazione ribassista e i tanti algoritmi che ormai dominano i mercati. Così a crollo si somma crollo. Poi, quando per qualunque ragione scatta il rimbalzo, gli stessi fattori tecnici giocano al contrario. Esasperando i movimenti rialzisti come prima alimentavano quelli ribassisti.

Se una lezione va tratta da questo pazzo trimestre di Borsa, è proprio questa: i mercati finanziari sono sempre meno legati all'economia reale. E proprio questo è il problema: mercati giganteschi (valgano 9 volte il Pil mondiale) che si muovono quasi autonomamente non possono che essere un pericolo. Ecco perché una riforma della finanza globale, per quanto difficile, è sempre più urgente. Perché la prossima crisi potrebbe non arrivare dalle banche (ormai sono molto più solide di un tempo) o da una recessione, ma da quei mercati finanziari pieni di bolle e di automatismi che ormai determinano le sorti del mondo.

m.longo@ilsale24ore.com