

SENZA DRAGHI

Le dimissioni del premier hanno aumentato il rischio-Italia sui mercati. Finora azioni e titoli di Stato sono stati protetti dallo scudo anti-spread della Bce, ma...

I vostri soldi al voto

Cosa succede a Piazza Affari e Btp da qui fino al D-Day delle elezioni



SENZA DRAGHI Finora le dimissioni del premier hanno innescato vendite controllate sui Btp e a Piazza Affari. Merito dello scudo anti-spread, ma da qui alle elezioni del 25 settembre dominerà l'incertezza. Alcuni consigli su come muovere il portafoglio tra azioni e bond

Quanto paga l'Italia

di **Andrea Boeris**
e **Massimo Brambilla**

A metà giugno sono stati il nuovo allungo dell'inflazione e il conseguente cambio di rotta della Bce a produrre l'impennata di tutti i rendimenti governativi dell'Eurozona, giunti su livelli inediti da numerosi anni: quello del Btp decennale al 4,2%, che non si vedeva dal 2013, ha condotto lo spread Btp-Bund alla soglia di 240 punti base, sotto la prospettiva di rimanere privato del sostegno di mercato della banca centrale nei momenti di tensione. Metabolizzato il nuovo corso dell'Eurotower e con il conforto di un piano anti-frammentazione in fase di studio, tutto sembrava essersi placato: la fiammata dei rendimenti e dello spread italiano si è quindi ridimensionata su livelli più miti, attorno al 3,3% del Btp a 10 anni riconducendo il differenziale Btp-Bund sotto quota 200, mentre gli indici azionari hanno continuato a perdere ulteriore terreno spinti al ribasso dalle previsioni sempre più condivise che la recessione economica è ormai inevitabile. Poi, ina-

spettatamente, il nuovo uragano Draghi si è abbattuto sui mercati italiani, riportando in una seduta il rendimento del Btp decennale sopra il 3,6% e lo spread con il Bund poco sotto la soglia di 240 centesimi, mentre Piazza Affari ha bruscamente invertito il tentativo di recupero avviato a inizio settimana, trascinata al ribasso dalle banche e da Tim. Dai titoli cioè più esposti alla crisi di governo, mentre sugli altri settori ha comunque pesato la prospettiva di una battuta d'arresto più incisiva del pil italiano.

A livello occidentale una recessione controllata, ammesso che sia possibile ed efficace, sarebbe infatti il prezzo da pagare per piegare l'inflazione, tant'è che giovedì 21 la Bce ha alzato a sorpresa tutti e tre i tassi di riferimento (rifinanzia-

mento, tasso sulle operazioni marginali e tasso sui depositi) dello 0,5% rispetto allo 0,25% atteso, «per essere in linea con il forte impegno ad assolvere il suo mandato di preservare la stabilità dei prezzi, adottando ulteriori misure fondamentali per assicurare un ritorno dell'inflazione verso il suo obiettivo del 2% a medio termine». La mossa della banca centrale ha innescato subito il rimbalzo della moneta unica e gli acquisti in borsa sulle banche, risolvendo quelle italiane giunte a perdere oltre il 5% nella mattinata della conferma delle dimissioni di Mario Draghi. Oltre alla mossa sui tassi, l'Eurotower ha infatti confermato che il piano anti-frammentazione è ora realtà (con tanto di nome, Tpi, ovvero Transmission Protection Instrument) e verrà impiegato in modo potenzialmente illimitato laddove si registrino turbative di mercato tali da poter compromettere l'efficace funzionamento del meccani-

simo di trasmissione della politica monetaria. A patto che il Paese a favore del quale viene effettuato l'intervento, come può essere l'acquisto sul mercato dei relativi titoli di stato per contenerne la crescita dei rendimenti e quindi il costo del debito, risulti conforme a quattro requisiti di base: il rispetto delle regole generali di bilancio dell'Ue, l'assenza di gravi squilibri nei conti pubblici, la sostenibilità di bilancio e la presenza di politiche macroeconomiche solide e sostenibili, con l'impegno a rispettare i parametri del Recovery Fund e le raccomandazioni specifiche per Paese sulla base del semestre Ue.

L'anti-frammentazione non convince. Gli acquisti post-Bce, tuttavia, sono durati molto poco: il tempo che Christine Lagarde specificasse, nella conferenza stampa successiva al meeting della Bce, che il Tpi «verrà attivato sui singoli Paesi a discrezione del Consiglio». Come dire che la rete di protezione sull'Italia, in riferimento allo spread Btp-Bund destinato a crescere ancora in assenza di governo in una fase così delicata e con la prospettiva concreta che sarà il Centrodestra guidato da Giorgia Meloni a gestire le risorse del Pnrr, verrà attivata solo se il Consiglio si esprimerà in tal senso. Poiché lo spauracchio di un possibile default dell'Italia, alla luce dell'elevato debito pubblico e del contestuale indebolimento delle prospettive di crescita del pil (da cui deriva il gettito fiscale per sostenere il tale debito), è l'unica arma elettorale pronta per l'uso che può essere messa a disposizione del Centrosinistra gradito a

Bruxelles nell'improvvisata campagna elettorale d'agosto, c'è da scommettere che lo spread supererà presto i massimi di metà giugno a quota 240 facendo rotta verso il livello a 270. Un livello raggiunto nel 2018 con la nascita del primo governo Conte, quo-



ta bissata nel marzo 2022 con lo scoppio della pandemia. Ma non sarebbe finita lì: a settembre non sono in pochi a vederlo oltre la soglia di 300 centesimi, anche alla luce del massimo a 329 centesimi segnato nel novembre 2018, poco dopo cioè la manovra finanziaria partorita dal neonato esecutivo giallo-verde. Un massimo secondo solo ai picchi storici tra 500 e 550 centesi-

mi che nel novembre 2011 hanno condotto alle dimissioni del premier Silvio Berlusconi sostituito dal governo tecnico di Mario Monti. A sostegno di un possibile scenario di ulteriore rialzo dei rendimenti italiani e dello spread si è pronunciata l'agenzia Scope Ratings (l'unica agenzia europea di rating), comunicando giovedì 21 in una nota che «l'accresciuta volatilità politica sarebbe negativa per il merito di credito dell'Italia (BBB+/Stabile, che costituisce il rating più alto rispetto alle tre agenzie anglosassoni) se dovesse tradursi in un prolungato periodo di incertezza che impedisca al governo di gestire l'attuale crisi energetica e del gas, di approvare il bilancio e di garantire il raggiungimento degli obiettivi fiscali in linea con il

previsto graduale consolidamento, continuando ad attuare le riforme a cui sono subordinati gli esborsi dell'Ue in ambito Ngeu».

Pac all'italiana. L'estrema soggettività di attivazione del Tpi, anziché una dettagliata oggettività delle condizioni di attivazione che il mercato attendeva, ha fatto subito ingranare la retromarcia agli operatori facendo ripiegare nella stessa giornata la moneta unica verso i minimi della mattinata, così come i prezzi dei Btp (il rendimento del decennale ha chiuso la seduta di giovedì 21 al 3,6%, con lo spread a ridosso di 230 centesimi, entrambi in prossimità dei massimi segnati prima della Bce) e quelli delle azioni italiane più esposte alla crisi di governo (banche e Tim). Il motivo è semplice: perché acquistare oggi asset italiani, Btp in testa, quando si potrà farlo molto probabilmente più avanti a prezzi più bassi?

Un incremento dello spread Btp-Bund corrisponde infatti a un aumento del rendimento dei titoli di stato italiani, che a sua volta deriva da una discesa delle relative quotazioni, in modo tanto più marcato quanto più lontana è la scadenza. In quest'ottica la strategia più opportuna consisterebbe nell'effettuare una tornata di acquisti, impiegando una quota prestabilita e non rilevante del capitale complessivo che si intende investire, ogni volta che il mercato italiano accusa un sonoro scivolone: le prime tornate di acquisti dovrebbero riguardare le attività meno rischiose (titoli di stato con scadenza massima prima entro tre e poi entro cinque anni), aumentando progressivamente la duration nel tempo fino ad arrivare alla dose massima di rischio, cioè i Btp con scadenza oltre 10 anni e infine le azioni del settore bancario. Una sorta di Pac italiano co-

struito sugli immancabili scivoloni che arriveranno da qui alla fine dell'anno.

Piazza Affari ha seguito da vicino tutti gli snodi della crisi politica, muovendosi su e giù di giorno in giorno, a seconda degli sviluppi della situazione fino all'esito dell'estenuante seduta del Senato di mercoledì 20 e alle definitive dimissioni di Mario Draghi giovedì 21. Il listino milanese è andato in rosso, anche se probabilmente meno di quanto di quanto ci si aspettasse, ma la caduta del governo Draghi non può che essere un cambio totale di scenario per il mercato azionario italiano.

«Si è aperta una fase di incertezza che in un contesto economico già difficile non aiuta», sottolinea Massimo Trabattoni, responsabile azionario Italia di **Kairos**, secondo cui «la campagna elettorale genererà ulteriore incertezza e si dovrà poi capire se dalle urne uscirà un Paese governabile o meno». La caduta del governo Draghi può rendere più concreto «il rischio di ritardi nell'esecuzione dei piani del Pnrr», secondo Luigi De Bellis, co-head dell'ufficio studi di Equita, «anche se credo che sia negoziabile a livello europeo un'estensione delle scadenze. Ma il rischio più grosso è la minore credibilità internazionale». Da qui a fine anno ci sono scadenze importanti, tra cui la legge di bilancio e una serie di importanti riforme. «Di fronte a questi appuntamenti, l'instabilità politica non può che tradursi in incertezza sui mercati», sottolinea invece Luca Mori, portfolio manager di Algebris Core Italy Fund, «e di conseguenza, ci aspettiamo un andamento dell'azionario italiano ancora piuttosto turbolento».

Dove si vedranno i maggiori impatti? «A soffrire di più saranno i titoli legati alle dinamiche interne, direttamente o indirettamente all'andamento economi-

co italiano, come le banche, penalizzate come prestatrici di capitali alle aziende italiane», spiega Trabattoni. «Soffre anche chi è esposto ai Btp». Secondo l'esperto bisognerà evitare anche l'esposizione verso le aziende troppo indebitate e rischia di subire gli effetti negativi anche chi ha dei margini troppo bassi e chi genera poca cassa. Ma in una fase come questa, visti i prezzi di borsa, possono in realtà nascondersi opportunità. «In un'ottica che sia un po' più lunga e non guardi solo a ottobre ma almeno a 12 mesi», segnala ancora Trabattoni, «si aprono opportunità di acquisto a prezzi interessanti di società con fondamentali buoni, poco legate a dinamiche interne, con pricing power e con leadership internazionale che in questo momento pagano il fatto di essere quotate in Italia».

Come posizionarsi allora? Per Antonio Cesarano, chief global strategist di Intermonte Sim, «c'è una questione interna, legata alle elezioni, e una globale, legata a tassi e liquidità. Il mercato obbligazionario sta iniziando sempre di più a lavorare su uno scenario recessivo sia in area euro che negli Usa. Dall'inizio del secondo semestre c'è un calo dei tassi e questo già di per sé indica che è il momento di puntare maggior-

mente sui titoli growth e meno su quelli value». Ad esempio il comparto tech, che pesa meno in Italia ed Europa rispetto al Nasdaq, ma è comunque presente. «Ci sono i semiconduttori e chi lavora nel digitale che performa bene. E questo lo si vede anche dagli indici: per esempio, da inizio mese il mid cap guadagna il 2%, lo Star guadagna quasi il 5%, il Ftse Mib perde il 6%, perché è quello più collegato alla componente value. Ovvero le banche, le utility e la

componente energia, che soffrono in un regime di recessione prospettata come questo».

Su questo punto concorda Mori: «Pensiamo che il mercato penalizzerà principalmente i titoli large, mentre rimaniamo più ottimisti sulle mid-small cap». A dimostrazione di ciò, secondo l'esperto, bisogna prendere ancora l'andamento dell'indice Star negli anni passati, «che non solo ha garantito dei rendimenti estremamente superiori al Ftse Mib, ma ha comunque riportato performance positive anche in periodi di incertezza». Mori rimane quindi cautamente ottimista per il medio-lungo termine, «perché siamo consapevoli del fatto che storicamente questi periodi di instabilità hanno anche fornito opportunità interessanti. Se dovessimo citare qualche titolo, tra le large cap apprezziamo Reply (ci aspettiamo un secondo trimestre solido e pensiamo che la spesa in consulenza IT rimanga sostenuta nel medio termine) e Prysmian (l'azienda molto probabilmente andrà a beneficiare degli investimenti sia in infrastrutture digitali, sia in campo energetico)».

Per quanto riguarda le mid-small cap, l'esperto rimane invece ottimista «su titoli esposti a macro trend che reputiamo consolidati, come digitalizzazione, transizione energetica ed investimenti infrastrutturali. Questi temi verranno inoltre ulteriormente rinforzati grazie ai soldi del Pnrr, nonostante la caduta del governo Draghi». Per fare qualche esempio Mori cita Digital Value, Cy4gate, Reevo e Gpi per quanto riguarda gli investimenti in digitalizzazione, Luve e Altea Green Power per quanto riguarda la transizione energetica, Salcef ed Imprendiroma per gli investimenti infrastrutturali.

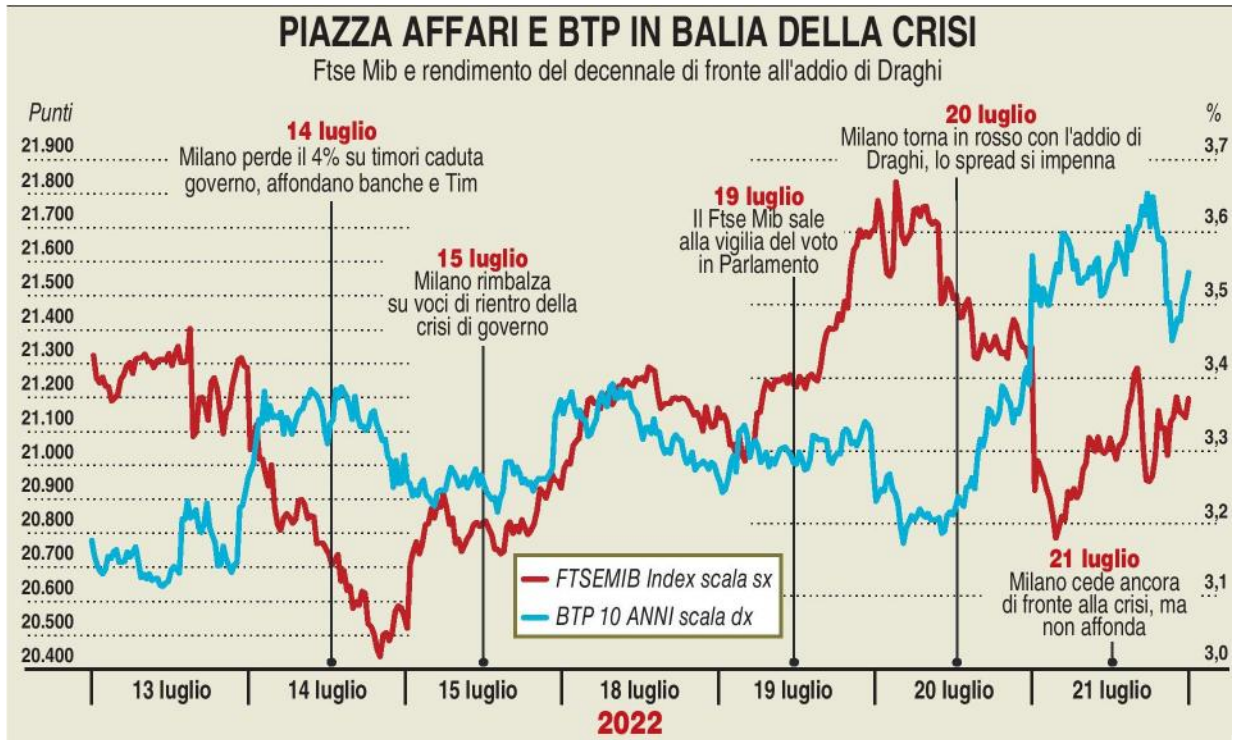
Il fattore estero può contare. «Bisogna stare su titoli e settori che hanno una maggiore diversificazione internazionale e una struttura finanziaria solida», dice De Bellis di Equita, «Diasorin, Moncler, Campari e Reply hanno queste caratteristiche e bisogna anche stare su titoli regolati con protezione dall'inflazione, come Inwit, Terna o Enav. Ovviamente finanziari e titoli ciclici sono

quelli più esposti in negativo, ma sui finanziari si possono privilegiare titoli meno esposti al costo del rischio e che beneficino del rialzo tassi e di un ottimo posizionamento competitivo, come Fineco o Mediobanca». Ma per i piccoli-medi investitori, che solitamente hanno una visione molto italo-centrica questo può anche essere «un momento per ripensare il portafoglio internazionalizzandolo», come sostiene Alessandro

Allegri, ad di Ambrosetti Am. «La tensione maggiore è legata al settore finanziario, ma anche energia e utility potrebbero trovarsi in una situazione non così favorevole. Possono invece salvarsi la moda e altre tematiche industriali come l'automotive, che potrebbero subire minori tensioni perché guardano al mercato internazionale e non solo a quello domestico». (riproduzione riservata)



*Mario
Draghi*



GRAFICA MF-MILANO FINANZA