



Esaminando come di consueto, la situazione economico-finanziaria evidenzio qualche condizione che desidererei condividere con queste note.

**TASSI D'INTERESSE.** sono molto bassi e si abbassano ancora laddove possibile; ne è una dimostrazione la caduta degli spread all'interno dell'area Euro e – ancor di più – la caduta di interesse da parte dell'opinione pubblica e della stampa sul tema. Cito ad esempio i casi del Sole 24Ore, che ha eliminato la tabella al riguardo nella versione cartacea, lasciando solo un'indicazione nell'intestazione di altra tabella, e quello del Corriere della Sera on line, che ha eliminato dalla pagina principale il riferimento grafico sull'andamento dello spread dei BTP italiani.

Osserviamo che per scadenze sotto l'anno è impossibile da tempo avere rendimenti vicini all'1%; per il 2% necessita un orizzonte vicino ai 5 anni e sulla scadenza dei 10 anni si è sempre sotto il 3%. Essendo comunque ancora presenti spread tra 50 e 150bp sulle tre scadenze, ciò significa che i migliori emittenti pagano un costo ed offrono rendimenti ancora minori.

Si spiega allora in modo più compiuto perché Paesi come Portogallo, Irlanda e Grecia possono oggi emettere sul mercato quale conseguenza “virtuosa” dei propri miglioramenti strutturali o congiunturali e quale conseguenza “neutrale” del generale livellamento verso il basso dei tassi. Altrettanto, si segnalano sui mercati emissioni di Albania, Cipro ed altri paesi riescono ad attrarre fondi, offrire un rendimento più interessante e non dover sopportare un onere insostenibile, quale sarebbe stato poco tempo fa.

In definitiva, tutto ciò che appariva rischio non accettabile due/tre anni fa è oggi occasione, ritenuta unica, di rendimento congruo, spesso a parità di condizioni economiche reali e di stabilità finanziaria specifica; è probabilmente cambiato invece la condizione di instabilità finanziaria sistemica.

**BORSE.** Gli indici di Borsa sono ritenuti da tempo in posizioni elevate, ma continuano a crescere con ritmi non sostenuti, ma costanti. Manca certamente la fase di boom con tutti i suoi rischi di perdita della razionalità delle scelte. I volumi di negoziazione restano medio o medio-alti senza particolari sbalzi. Una condizione non dissimile da quella del periodo 2003-2006 e fortemente differente rispetto ai tradizionali periodi di boom con cadenza quasi settennale del passato ('71-'72, '78, '85/'86, '93 e '98/'99, per citare gli ultimi del secolo scorso). Per un analista (non per un operatore magari) questa è la condizione più equilibrata con differenziali ragionevoli fra market values e book values e con scarsa attrazione per gli operatori meno idonei a sopportare altri livelli di volatilità (questi tra l'altro ormai tornati non lontani da quelli storici, non più registrati dopo il 2006). In tale ottica, rebus sic stantibus, vi sarebbe spazio per ulteriori rialzi allo stesso ritmo.

Altra valutazione si collega con la comunicazione dei dati di bilancio relativi al 2013. Può

apparire inusuale (ma non sorprendente) che alcune aziende (bancarie soprattutto) abbiano riscontrato una reazione positiva dei mercati a fronte della comunicazione di perdite contabili ai massimi storici. L'ovvio riferimento è per Unicredit e Intesa SanPaolo, mentre altri risultati di bilancio più consueti hanno generato reazioni nulle quando non, nell'immediato, negative. La possibile interpretazione è di ordine positivo e innovativo: il mercato accoglie con favore scelte di trasparenza e di peso adeguato alla potenziale gravità dei problemi (passati) sottostanti. Preferisce quindi l'esplicitazione totale delle condizioni latenti piuttosto che il progressivo caricamento senza chiarezza e certezze su quanto ancora inespresso. Sottolineo peraltro che il risultato netto negativo è risultante algebrica di impairment e minusvalenze negativi rispetto a margini di gestione positivi: il passato è ormai conosciuto e somatizzato, mentre notizie sul presente sono ovviamente ben ascoltate, restando il dubbio che a conti economici positivi corrispondano conti finanziari ben differenti, laddove le scadenze dei crediti non sono rispettate dalla clientela. Una condizione che colpisce certamente anche la dinamica dei cashflows delle imprese industriali.

CAMBI Per completezza qualche considerazione anche su questo fattore, oggi considerato meno rilevante che in passato nell'interesse generale degli operatori. Restano alti i valori di € e franco svizzero e bassi quelli di \$ e ¥; più neutrale la condizione della £. Ancora incompresa e forse incomprensibile la condizione del renminbi cinese al quale manca ovviamente il riscontro del libero mercato. E' ormai assodato che il cambio valutario non dipende più dagli scambi commerciali quanto dai movimenti di capitali, spesso in prevalenza esogeni rispetto all'area di emissione.

La stabilità delle condizioni delle grandi valute rende appetibile il rischio delle valute minori convertibili, cui si collega la disponibilità di tassi d'interesse più elevati sulle emissioni ed il permanere di spread maggiori. non più riscontrabili sul mercato europeo. Tuttavia questa prospettiva non copre l'offerta abbondante proveniente dalle variegata aree di creazione di ricchezza.

In conclusione, la continuità della crescita senza esplosione dei mercati azionari può essere letta come la conseguenza della scelta necessaria degli operatori, non attratti dai bassi tassi dei bond né dalle condizioni del mercato valutario. Un punto di svolta potrebbe essere (come lo è stato per il mercato americano) quando si fosse completato il recupero delle quotazioni ante-crisi e si dovessero riscontrare prociclici rialzi rispetto alle diverse condizioni di ripresa.

Un cambio di ritmo in quella fase meriterebbe ulteriori analisi.

GIUSEPPE G. SANTORSOLA

Professore Ordinario di Corporate Finance e Corporate & Investment Banking.

Università Parthenope di Napoli

## Per una valutazione della situazione dei mercati

Scritto da Redazione  
Lunedì 31 Marzo 2014 07:25

---