

EUROCAOS I rendimenti dei titoli di Stato spagnoli restano a livelli insostenibili. Ma il premier Rajoy si ostina a non chiedere gli aiuti nel tentativo di rinviare la mossa a dopo le elezioni catalane di fine novembre. Aumentando l'incertezza

Madrid rompa gli indugi

di Matteo Radaelli

Se e quando la Spagna farà una richiesta formale di aiuto all'Unione europea, accettando le condizioni che questa esigerà per dare l'accesso alle risorse del Fondo salva-Stati permanente (Esm), è in questo momento la maggiore incertezza all'interno dell'area euro. Dalla decisione della Spagna dipenderanno anche gli interventi sul mercato obbligazionario della Bce. Nel corso della conferenza stampa di giovedì 4 ottobre il presidente Mario Draghi ha infatti ribadito che l'Eurotower è pronta a intervenire sul mercato secondario e che ora dipende dalla Spagna decidere di attivare l'intera procedura. Allo stesso tempo, però, negli ultimi giorni sia il primo ministro Mariano Rajoy sia il ministro delle Finanze Luis de Guindos hanno detto che una richiesta di intervento non è imminente e che questa dipenderà dalle condizioni che saranno imposte al Paese.

L'attenzione degli investitori sarà ora focalizzata sulle riunioni dell'Eurogruppo di lunedì 8 e sul summit dei leader dell'Unione Europea del 18/19 ottobre. Difficilmente, però, il governo spagnolo dovrebbe fare una

richiesta prima delle elezioni regionali che si terranno il prossimo 21 ottobre in Galizia e nei Paesi Baschi e il prossimo 21 novembre in Catalogna. Dal punto di vista dell'immagine, infatti, questa sarebbe una grave sconfitta per Rajoy, che aveva vinto le elezioni lo scorso novembre dicendo che non ci sarebbe stato bisogno di chiedere aiuto all'Ue. Non è, quindi, da escludere che il governo spagnolo rinvii ogni decisione in tal senso fino all'inizio del 2013. Del resto, le dichiarazioni del ministro delle Finanze tedesco Wolfgang Schäuble, secondo cui la Spagna non do-

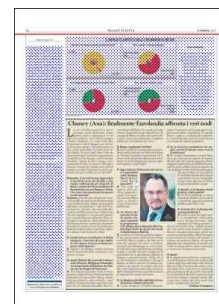
vrebbe chiedere aiuto adesso, e i timori che la Finlandia possa porre condizioni molto pesanti, in particolare con riferimento ai collateral da offrire per avere accesso ai finanziamenti, sono per il momento un valido deterrente a rivolgersi all'Ue, nonostante le indiscrezioni che Francia e Italia stiano spingendo Madrid in questa direzione. Nell'ultima settimana si sono avuti segnali che i mercati stanno diventando nervosi sulla situazione in Spagna. L'esempio più lampante è stato il rialzo dei rendimenti dei titoli a 3 anni nel corso dell'asta di giovedì 4. I rendimenti sono saliti dal 3,84% dell'asta di settembre al 3,95%, mentre i rendimenti dei titoli a 5 e 2 anni sono scesi solo perché l'asta precedente era stata tenuta prima dell'annuncio del piano della Bce. Il Tesoro spagnolo, inoltre, è riuscito solo a sfiorare l'obiettivo massimo di titoli collocati, 3,99 miliardi contro 4 miliardi, mentre nelle aste tenute in settembre l'obiettivo massimo era sempre stato agevolmente superato. Segnali di come l'ottimismo seguente l'annuncio del piano della Bce si stia smorzando e come gli investitori siano in attesa delle prossime mosse di Madrid. Nelle prossime settimane, i rendimenti potrebbero restare in una sorta di limbo attorno agli attuali livelli: un nuovo rialzo dovrebbe essere scongiurato per le attese che la Spagna possa chiedere aiuto all'Ue, facendo scattare l'intervento della Bce mentre un'ulteriore discesa sembra poco probabile fino a quando tale richiesta non sia effettivamente fatta.

Molti dubbi iniziano a emergere anche sul processo di aggiustamento dei conti pubblici annunciato dal governo spagnolo giovedì 27 settembre. Dopo le perplessità manifestate dagli analisti di alcune investment bank, anche il governatore della Banca di Spagna, Luis Maria Linde, e la Commissione europea, seppure non in maniera ufficiale, hanno evidenziato come la stima governativa di una contrazione dell'economia dello 0,5% nel 2013 possa essere troppo ottimistica.

La maggior parte delle stime delle investment bank viaggiano tra il -1 e il -2%, con Société Générale che si spinge a stimare una contrazione del 2,3%. In questo scenario, per raggiungere l'obiettivo di un deficit/pil del 4,5%, potrebbero essere necessarie nuove manovre, che rischierebbero di fare diventare la recessione ancora più forte. Gli ultimi dati

economici non hanno dato motivo di credere che gli analisti siano troppo pessimisti. La produzione industriale è scesa in agosto del 3,2% su base annua, dodicesimo calo consecutivo, seppure meno delle attese di consensus di una contrazione del 5,5%. Mentre gli indici di fiducia Pmi di settembre hanno evidenziato come una ripresa non sia vicina, rimanendo ben sotto la soglia di 50. Dubbi sono emersi anche sulla necessità di capitale delle banche. L'agenzia di rating Moody's ha detto che le banche avrebbero bisogno di una ricapitalizzazione tra i 70 e i 105 miliardi di euro contro i 59,3 stimati dalla società di consulenza Oliver Wyman. Per quanto i rendimenti dei titoli di Stato siano scesi rispetto ai massimi di agosto, difficilmente il Paese potrà evitare di chiedere aiuto all'Ue. L'attuale livello dei rendimenti, infatti, è ancora insostenibile e potrebbe pesare sulla spesa per interessi, che si dovrebbe attestare a quasi 10 miliardi di euro nel 2013. Tanto più che l'aumento del rapporto debito/pil sopra il 90% potrebbe avere un impatto negativo sulle prospettive di crescita del Paese. Gli economisti Rogoff e Reinhart hanno, infatti, dimostrato come un debito superiore al 90% del pil ha l'effetto di deprimere la crescita economica dell'1% rispetto alla media storica.

Nonostante le prospettive di breve termine della Spagna siano negative, in un'ottica di medio periodo il Paese sembra avere preso la strada di un ribilanciamento inevitabile. In tal senso basti pensare che il deficit delle partite correnti è sceso dall'11,5 all'1,7%. Inoltre, come sottolineato in un recente report di Morgan Stanley, il costo del



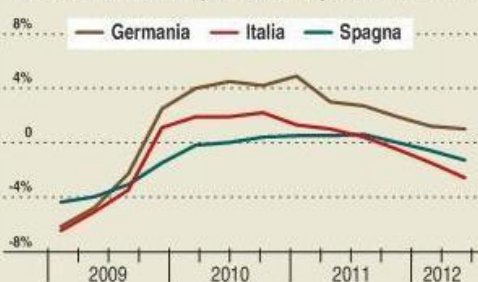
lavoro per unità di prodotto reale, dopo il forte balzo del periodo 2000/2010, ha iniziato a scendere a un tasso annuo del 2-3% negli ultimi trimestri e anche la produttività sta aumentando a un tasso sostenuto. Gli analisti dell'investment bank statunitense hanno evidenziato anche come le esportazioni, contrariamente a quanto comunemente ritenuto, non sono solo di prodotti a basso costo e bassa specializzazione. L'unica vera

debolezza sarebbe quella che il 60% è diretto verso Paesi a loro volta in netto rallentamento. Le esportazioni, quindi, potrebbero giocare un ruolo importante nel ribilanciare l'economia spagnola nei prossimi anni anche se, per rendere più aperta l'economia spagnola, è necessario ancora tempo. Un intervento di Ue e Bce diventa fondamentale per dare alla Spagna il tempo necessario per riequilibrarsi. Solo dopo si potrebbe iniziare a vedere la luce in fondo al tunnel. (riproduzione riservata)

BILANCIA DELLE PARTITE CORRENTI



IL PIL DI ITALIA, SPAGNA, GERMANIA



GRAFICA MILANO FINANZA

IL MERCATO ASPETTA SOLO CHE MADRID SI DECIDA

Secondo lei la Spagna chiederà gli aiuti all'Europa?

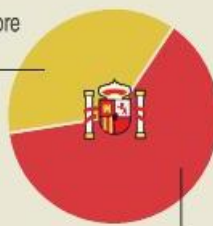
Sì 97%



No 3%

Se sì, quando li chiederà la Spagna?

Entro fine ottobre 37%



Entro fine anno 63%

Se la Spagna chiede gli aiuti poi lo farà anche l'Italia?

Sì 28%



No 72%

Se sì, quando li chiederà l'Italia?

Prima delle elezioni politiche del 2013 50%



Dopo le elezioni politiche 50%

Hanno partecipato:

- Anima sgr; Anthilia; Arc am; Banca Ifigest; Banca Cesare Ponti; Banca Finnat; Banca Patrimoni Sella & C.; Banque Syz; Barclays Rbb Italia; Carige am; Cellino e Associati sim; Cfo sim; Convictions am; Consultinvest; Copernico sim; Credit Suisse; Dexia Crediop; Europa Invest. Corp. Fin.; Financière de L'Echiquier; Fondaco sgr; Hines Italia; Ing Investment; Invest Banca; Kairos; Gwa sim; Lemanik; Muzinich; Natixis; Negri Clementi Studio Legale; Nextam partners; Pictet am; Pioneer Investments; Private & Consulting sim; Raiffeisen; Royal Bank of Scotland; Russel invest.; Scm sim; Schroders; Syz am; Swiss & Global am; Union Bancaire Privée.

GRAFICA MILANO FINANZA