COMMENTI & ANALISI

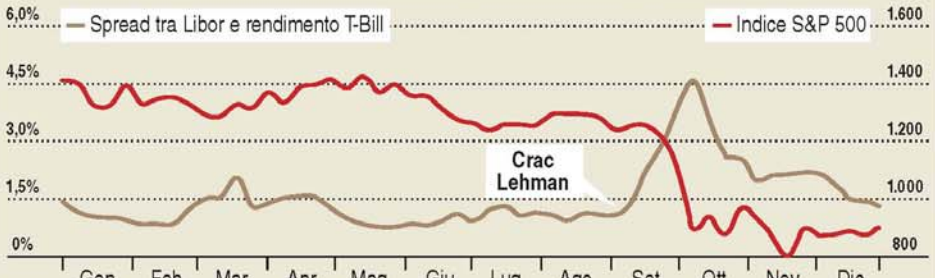
Appesa a Obama, Bernanke e Hu, la Borsa non bada più ai profitti

DI OLIVIERO LENCI
E SILVIO OLIVERO*

Un 'analisi storica delle performance dei listini azionari internazionali permette di evidenziare come l'anno 2008, con la sola eccezione della Gran Bretagna, sia il peggiore degli ultimi 40 anni. Il grafico in pagina aiuta a capire quanto accaduto.
In esso, oltre all'indice S&P500, è rappresentato lo spread fra il tasso Libor a 3 mesi ed il rendimento dei titoli di Stato americani di pari durata. Tale spread misura il premio pagato dalle banche per ricevere prestiti sul mercato interbancario: poiché di norma si colloca sotto lo 0,5% è evidente come l'anno sia iniziato all'insegna del nervosismo, culminato con un picco nel mese di marzo, legato allo sventato fallimento della banca Bear Stearns. È seguito poi un periodo di relativa calma, che potremmo definire «stagione dei salvataggi», quando vennero evitati, dopo quello di Bear, i default di Freddie Mac, Fannie Mae e Aig e in cui ci si illudeva che nessuna grande istituzione finanziaria sarebbe fallita. Quanto devastante sia stato il fallimento di Lehman Brothers è evidenziato dall'impennata dello spread, che offre una misura del panico che ne derivò. L 'andamento del mercato azionario è quasi speculare: i massimi dello spread sono pressoché coincidenti con i nuovi minimi via via raggiunti dal listino.
Allora, se è vero che il futuro della congiuntura economica è normalmente anticipato dall'andamento dei listini azionari, il 2009 sarà, dopo quello delle borse, l'annus horribilis dell'economia reale. Prima del fallimento di Lehman, infatti, lo S&P500 sembrava avere trovato un supporto a quota 1250 punti, livello che da tempo indicavamo come coerente con una normale recessione; ma l'acuirsi della stretta creditizia che è seguito al fallimento della banca d'affari ha fatto precipitare le quotazioni azionarie su livelli adeguati ad anticipare una vera e propria depressione, ossia una recessione di durata e impatto straordinariamente superiori alla media. Ci troviamo in effetti di fronte ad un evento eccezionale, una crisi bancaria globale di cui nessuno è veramente in grado di stimare l'impatto sulla crescita mondiale. Ma non sono solo le dimensioni del problema ad essere eccezionali, lo sono anche le contromisure: si pensi allo straordinario piano di spesa della Cina, determinata a difendere il ruolo di potenza economica da poco raggiunto. Non meno straordinari saranno gli interventi che varerà Obama, mentre, sppure in tono minore, anche l'Europa è stata capace di dare risposte consistenti. Il tutto senza tenere conto dell'arsenale schierato dalle banche centrali per arginare la stretta creditizia.
Quale sarà dunque il saldo fra una crisi terribile e le formidabili difese che ad essa verranno opposte? Come detto il mercato azionario ha già risposto: sarà depressione. Per il consensus, invece, la depressione dovrebbe essere scongiurata, poiché, ad un 2009 piuttosto duro seguirà, già nel 2010, un ritorno alla crescita. Sulla base delle stime di consenso (aggiornate a dicembre) nel 2009 il Pil calerà dell'1,3% negli Usa, dello 0,9% nell'Area Euro, dell'1,5% in Gran Bretagna e dello 0,9% in Giappone; meno colpiti i paesi emergenti, i cui tassi di crescita saranno ancora positivi, ma inferiori al passato.
E le borse? Un analista fra i più pessimisti, secondo il quale la depressione è assai probabile, aveva previsto per l'inizio del 2009 un ulteriore calo del 20% dell'indice S&p 500, equivalente ad un ritorno sui minimi di novembre: in altre parole anche a suo giudizio la depressione è sostanzialmente già scontata nei prezzi attuali. Nel prossimo periodo gli investitori assumeranno le loro decisioni cercando di misurare l'efficacia degli interventi di sostegno all'economia: per questo riteniamo che l'elemento trainante saranno le statistiche macroeconomiche più che i dati societari. Se si diffondesse il convincimento che la depressione è scongiurata, esisterebbe un margine di rivalutazione di circa il 30% comune a tutti i listini, tale da riportarne i prezzi su livelli compatibili con una normale recessione, ma se perdurasse il pessimismo non esisterebbero comunque i presupposti per ulteriori severe correzioni.
Le valutazioni dei mercati europei restano le più interessanti. Fra essi consigliamo quelli i cui governi avranno meno vincoli di spesa, cioè Germania e Francia. Continuiamo a suggerire cautela sui paesi emergenti, mentre il listino Usa potrebbe essere interessante, immunizzando il rischio cambio.
(riproduzione riservata)

* *rispettivamente presidente e responsabile ufficio studi di Cellino & Associati*

DOPO LEHMAN L'INCUBO DEPRESSIONE AGITA I MERCATI



Fonte: elaborazione Cellino e Ass. Sim su dati FactSet