

di **Oliviero Lenci**
e **Silvio Olivero***

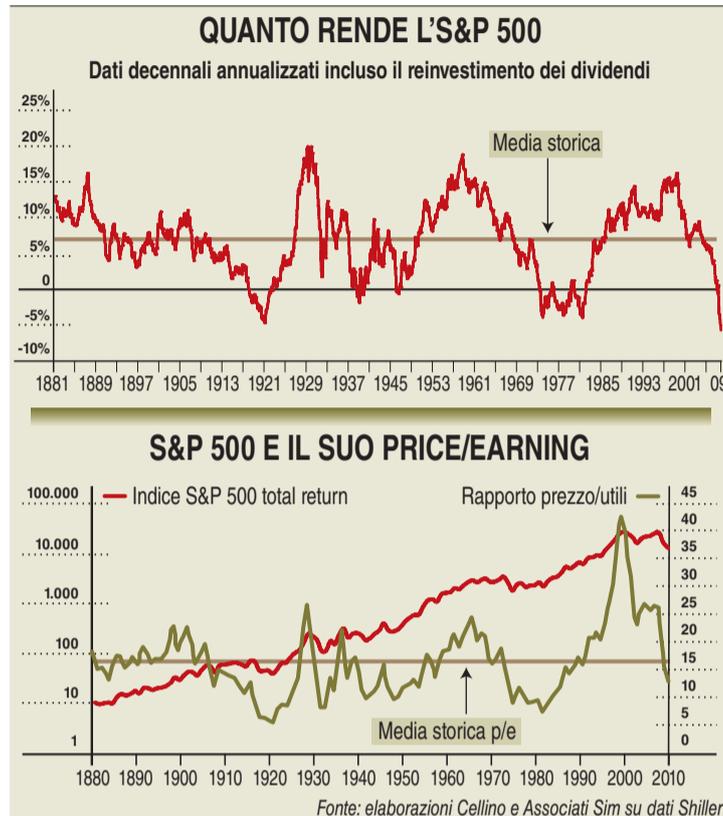
Nonostante l'idea contrasti con l'ortodossia accademica dell'efficienza del mercato, sono ormai molti gli studiosi che ritengono che i prezzi dei titoli azionari alternino fasi di opposte esagerazioni. Sulla base di questa ipotesi, non sempre il mercato azionario esprimerebbe prezzi giustificati dai fondamentali. Spesso infatti i corsi dei titoli risentirebbero, oltre che dei fondamentali, anche degli eccessi di ottimismo e pessimismo da cui gli investitori sono periodicamente afflitti. La curiosità dei ricercatori sembra però più attratta dagli eccessi di euforia che da quelli di pessimismo: sono state infatti scritte molte pagine sull'«euforia finanziaria», mentre assai meno spazio è stato dedicato a descrivere le fasi di mercato depresso. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che gli economisti considerano più pericolose, e quindi degne di maggiore attenzione, le fasi di esuberanza irrazionale rispetto a quelle di pessimismo esasperato. Ma poiché a nostro giudizio i listini hanno raggiunto livelli di valutazione giustificabili solo con una profonda sfiducia, ci sembra opportuno svolgere qualche considerazione sugli atteggiamenti tipicamente as-

BORSE La caduta dei listini si spiega anche con un eccessivo pessimismo. Ma da un'analisi emerge che le quotazioni tendono a tornare verso un valore medio in rapporto agli utili. Che significa una potenzialità di rialzo del 30%

Quella sfiducia senza fondo

sunti dagli investitori durante gli eccessi dei mercati azionari.

Esiste una simmetria tra l'euforia e il pessimismo del mercato: in entrambi i casi, quando i modelli interpretativi convenzionali non sono più in grado di spiegare ciò che sta accadendo, si fanno strada ipotesi estreme che, negando la validità delle «vecchie teorie», ne introducono di nuove, in grado di giustificare gli eventi. Tutti ricordano la «nuova era» che attendeva il mondo verso la fine degli anni 90: la rivoluzione tecnologica avrebbe eliminato i cicli economici, l'inflazione e tutti gli altri rischi cui normalmente sono esposti gli investitori. Tutto ciò incentivava l'acquisto di azioni a prezzi crescenti poiché i rendimenti attesi di lungo periodo si giustificavano con la scomparsa dei rischi. Fino a quel punto i modelli convenzionali erano in grado di spiegare il comportamento del mercato, a patto che si convenisse che le azioni erano ormai da considerare titoli a bassissimo rischio. La vera esage-



razione arrivò quando i prezzi dei titoli azionari raggiunsero livelli così elevati da offrire agli investitori rendimenti prospettici praticamente nulli. Poiché i rendimenti dei titoli di Stato, considerati convenzionalmente privi di rischio, erano a quel punto significativamente superiori a quelli azionari, ne derivò che il premio per il rischio, cioè la differenza tra il rendimento atteso delle attività rischiose e quello delle attività prive di rischio, era diventato negativo. L'analisi finanziaria tradizionale a quel punto non poteva più giustificare quei prezzi, a meno di voler sostenere che le azioni erano meno rischiose delle obbligazioni. Tale ipotesi apparve improbabile anche ai più ottimisti: si andò così a scovare un modello, fondato sulle opzioni reali, che i manuali indicavano come adatto nella valutazione delle aziende in grave crisi. Tale modello venne imposto come nuovo paradigma per spiegare i prezzi di gran parte delle società quotate e in particolare di quelle legate a internet.

A un certo punto però nel mercato iniziò a insinuarsi il dubbio che i nuovi paradigmi potessero essere solo pretestuose elaborazioni intellettuali atte a giustificare livelli di prezzo insostenibili: si riesumarono allora le vecchie, sane e consolidate regole della valutazione finanziaria e i prezzi arretrarono pesantemente con grave danno per i risparmiatori incauti, che pagarono care quelle facili illusioni. Se in corrispondenza dei picchi dell'euforia gli investitori intravedono la «nuova era», negli abissi del pessimismo temono la fine del sistema. Non è un caso che certi autori vengano rispolverati in queste circostanze e, tra questi, parlando di fine del capitalismo, un ruolo centrale è quello di Carlo Marx. Recentemente un autorevole economista ha evidenziato come un passo de *Il Capitale*, in cui è previsto il fallimento delle banche a causa dei debiti dei lavoratori, sia oggi assai utilizzato per dimostrare come l'attuale crisi stia preannunciando la fine del capitalismo. È probabile, oltre che auspicabile, che in futuro questi timori susciteranno in noi le stesse perplessità dei maldestri tentativi di giustificare i massimi della bolla speculativa del 2000. Riteniamo dunque che il mercato stia sprofondando in un eccesso di pessimismo: le prove, oltre che nel ritorno in auge di certa filosofia tedesca, sono ben visibili nei prezzi delle azioni.

La sorpresa si chiama turbo-Ansaldo Sts

Superati gli obiettivi presentati al mercato in occasione dell'ipo e inserita in un comparto che non ha sofferto della crisi e che è previsto in crescita anche per i prossimi anni, Ansaldo Sts nei giorni passati ha toccato il suo massimo storico a Piazza Affari (11,28 euro il 19 marzo). In un anno le azioni Ansaldo Sts hanno comunque messo a segno un rialzo del 33,2%, contro un indice Mibtel in calo del 47,59%. Il picco è stato raggiunto qualche giorno dopo la presentazione dei dati di bilancio 2008 e delle previsioni per il 2009. Per il 2009 Ansaldo Sts stima ricavi tra 1,1 e 1,18 miliardi, ebit tra 118 e 125 milioni e nuovi ordini tra 1,3 e 1,5 miliardi, previsioni considerate fin troppo conservative da alcuni analisti. Dopo la presentazione dei dati Unicredit ha confermato il giudizio hold, portando il target price da 9,7 a 10,4 euro, Intesa Sanpaolo ha confermato add, alzando il prezzo obiettivo da 11 a 12 euro. Non hanno modificato giudizi e target price Banca Leonardo, che ha confermato buy e prezzo obiettivo a 10,9 euro, Intermonte, outperform a 12,5 euro, Chevreux, selected list a 12 euro, e Mediobanca, neutral a 11 euro. A suggellare anche formalmente il nuovo status di Ansaldo a Piazza Affari, dal 20 marzo il titolo è stato inserito nell'S&P/Mib, anche se almeno per ora rimarrà sullo Star.

Occorre prima di tutto notare che purtroppo la simmetria tra euforia e pessimismo viene meno nella differente misurabilità dei due fenomeni. Esiste infatti un limite logico alla crescita dei prezzi delle azioni: tale limite è quello oltre il quale il

premio per il rischio diventa negativo. Sfortunatamente non esiste un analogo confine al cui superamento il pessimismo possa essere definito oggettivamente eccessivo. I prezzi delle azioni possono diminuire incessantemente, come è accaduto di crescita per linee esterne, tracciate dall'amministratore delegato Sergio De Luca in occasione della presentazione della guidance 2009. L'idea è di portare a termine tra le quattro e le sei acquisizioni nei prossimi quattro anni, mirando a piccole aziende, posizionate in mercati strategici, potendo contare su munizioni per circa 300 milioni di euro. Infine, una mano alle quotazioni di Ansaldo l'ha data probabilmente anche la sfilza di commesse annunciate dall'inizio dell'anno, in particolare quella da 220 milioni per la metropolitana di Taipei, che al di là dell'importo, è una dimostrazione del buon posizionamento del gruppo nei Paesi emergenti, dove è previsto che il settore registri la crescita maggiore nei prossimi anni. A tal proposito va ricordato che il comparto dei sistemi di trasporto ferroviario è stimato in crescita del 10% l'anno fino al 12% e quello del segnalamento tra il 4 e il 6%. Inoltre, il settore ferroviario nel suo complesso, e quindi anche Ansaldo Sts, potrebbe giovare dei piani di stimolo all'economia messi in piedi dai governi di mezzo mondo per combattere la crisi, in particolare attraverso il rilancio delle opere infrastrutturali. In Italia, ad esempio, i 2,7 miliardi previsti per la Milano-Genova, Milano-Venezia. (riproduzione riservata)

Luisa Leone



soccorso la tendenza secolare di alcune variabili finanziarie a oscillare attorno a una media. Tra queste, due casi emblematici sono rappresentati dai rendimenti di lungo termine dell'indice S&P500 della borsa americana e dal suo rapporto prezzo/utili. Da quasi 130 anni tale rapporto, che oggi vale poco più di 12, oscilla attorno alla propria media di lungo periodo, pari a circa 16. E del tutto naturale che anche questa volta il multiplo debba

ritornare verso tale valore medio. La storia insegna che il movimento normalmente avviene per effetto della crescita dei prezzi, che quindi dovrebbero avanzare di oltre il 30% solo per ritornare in una condizione «normale». Ciò che non sappiamo è se tale movimento avverrà a partire dagli attuali livelli o se il mercato, prima di ritornare nella norma, sperimenterà gradi di pessimismo ancora più profondi. Tutto questo a patto che l'economia americana continui a comportarsi come ha fatto negli ultimi 130 anni: cosa assai probabile, a meno che non avesse ragione un certo filosofo-economista tedesco. (riproduzione riservata)

* presidente Cellino e Associati sim e responsabile ufficio studi

fino a oggi, e i loro rendimenti attesi esprimere premi per il rischio via via crescenti, ma ciò non violerà mai nessun limite logico.

Per comprendere l'anomalia delle attuali quotazioni può venire in