

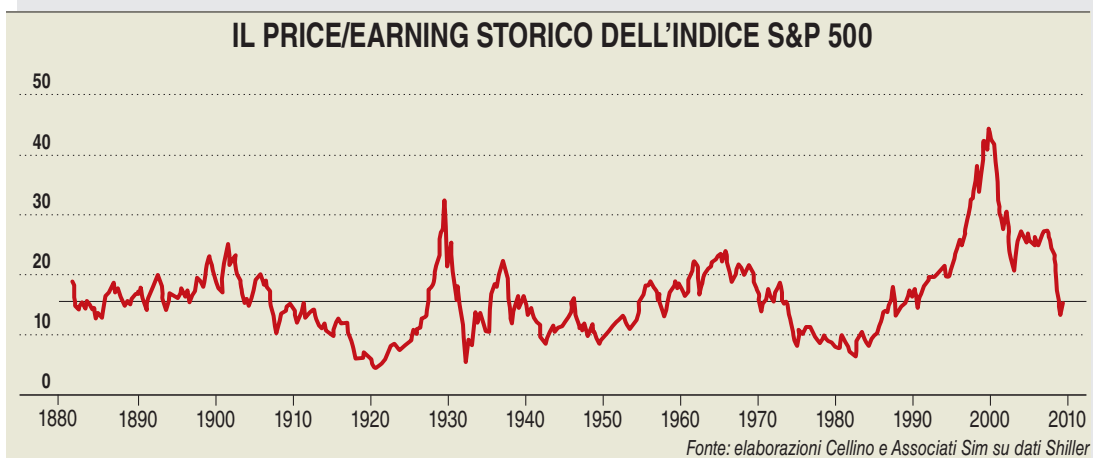
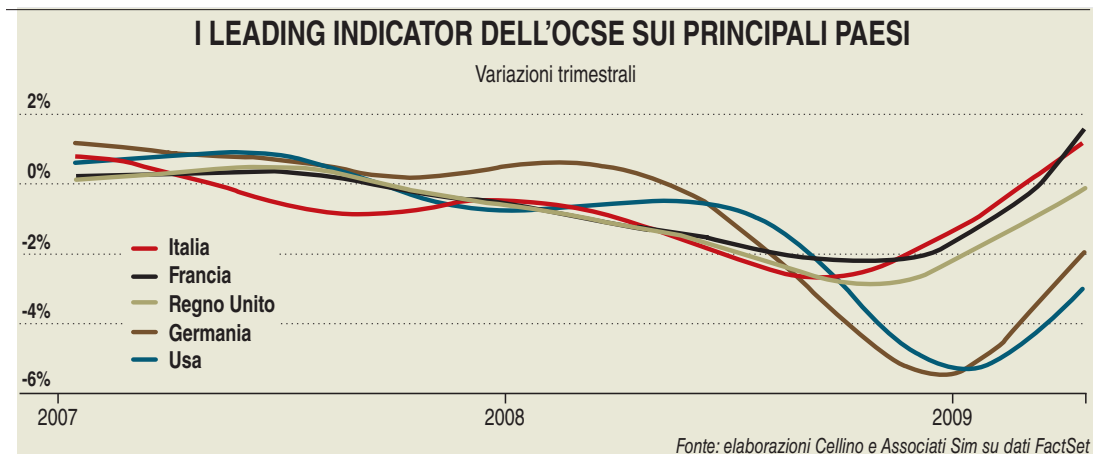
ECONOMIA & BORSA I dati sono ancora abbastanza negativi ma alcuni indicatori Ocse segnalano l'inizio della ripresa in molti Paesi. Italia compresa. Resta da stabilire se sarà un movimento a V oppure a W. Le borse hanno già recepito il segnale: la scommessa è sull'entità dello storno

Qualcosa è cambiato

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

Nel corso delle ultime settimane l'andamento di molti indicatori economici e finanziari ha evidenziato significative inversioni di tendenza. Il barometro dell'economia sembrerebbe quindi indicare per il futuro l'attenuarsi della tempesta che ha squassato il mondo negli ultimi due anni. Per ora si parla di un'attenuazione della discesa e non di un ritorno alla crescita, ma si tratta di un passaggio obbligato sulla strada dell'espansione. Iniziamo dagli spread pagati dagli emittenti di obbligazioni corporate, che stanno ripiegando dai massimi ormai da alcuni mesi. Questo fenomeno sia negli Usa sia in Europa, e indica l'attenuarsi dei timori sul futuro delle imprese indebitate e quindi, in ultima analisi, sul futuro della congiuntura. La novità è però nei leading indicator dell'Ocse resi noti lunedì 11 maggio (si tratta di un superindice che riassume lo stato di salute della congiuntura in base a 10 variabili macro e di mercato), che evidenziano addirittura timidi segnali di ripresa in alcuni Paesi, fra i quali troviamo, un po' a sorpresa, l'Italia, in compagnia di Francia e Gran Bretagna. In altri Paesi il deterioramento del ciclo è ancora in atto, ma la sua velocità sta rallentando.

Anche le statistiche recentemente diffuse sul pil statunitense del primo trimestre evidenziano un altro possibile segnale di svolta dell'attuale fase congiunturale. Nonostante il calo del 6,1%, nel corso del primo trimestre 2009 si è osservato un fenomeno molto incoraggiante: i consumi privati, dopo due trimestri di contrazione, sono tornati a crescere del 2,2%. Il dato risulta confortante, se si considera che la fine di tutte le recessioni degli ultimi 40 anni è sempre stata di poco anticipata dal ritorno alla crescita dei consumi.



Si noti però che questo si è rivelato condizione necessaria, ma non sufficiente, poiché, nel caso della recessione del 1973-75, il ritorno dei consumi a un tasso di crescita positivo si realizzò in due momenti distinti: in occasione della fine vera e propria della recessione, ma anche in occasione del temporaneo recupero avvenuto nel 1974. E dunque ragionevole immaginare per la fine del 2009 un ritorno alla crescita del pil negli Usa, ma si potrebbe trattare di un fenomeno effimero, guidato dalla ricostituzione delle scorte e destinato a esaurirsi rapidamente. Insomma, il dubbio che la ripresa possa assumere le sembianze di una V o piuttosto di una W rimane irrisolto.

La concomitanza di tanti segnali positivi è stata la molla che ha determinato il rimbalzo delle quotazioni azionarie che, a nostro giudizio, ha riportato un po' di ragionevolezza sul mercato. Grazie alla risalita dei prezzi, infatti, il

rapporto prezzo/utile calcolato secondo il modello di Shiller sta ritornando verso la propria media storica, livello coerente con lo sventato collasso del sistema bancario e i ridimensionati timori di una depressione economica. Indipendentemente da quando inizierà la ripresa degli utili societari, questa si rivelerà particolarmente intensa. È infatti ipotizzabile che la prossima sarà un'altra jobless recovery, ossia una ripresa economica di cui beneficeranno principalmente i profitti. Le aziende, approfittando della crisi, stanno ponendo i presupposti per una nuova imponente ondata di delocalizzazioni: infatti, quanti siti produttivi chiusi in Usa e in Europa, saranno riattivati e quanti verranno invece spostati altrove? La reazione delle imprese alla crisi è stata drastica, come testimoniato dal crollo degli investimenti e dall'impennata della disoccupazione: se ne può derivare che i margini rimarranno elevati e che

gli utili, non appena ripartiranno le vendite, ritorneranno estremamente robusti. Per questo motivo pensiamo che gli eccezionali livelli di utile osservati nel 2006/2007 non siano stati un episodio, ma che potranno essere rivisti nel corso della ripresa economica prossima ventura. Il problema non è quindi se ciò accadrà, ma quando ciò accadrà. La questione, quasi irrilevante per l'investitore di lungo periodo, è invece vitale per chi guarda a un orizzonte più ravvicinato. Infatti, una ripresa a V dell'economia e dei profitti potrebbe giustificare un'ulteriore significativa crescita dei prezzi azionari, mentre segnali in forma di W imporrebbero una maggiore cautela nel medio termine. Ci vorrà del tempo prima che i dati possano svelare la traiettoria della ripresa economica, ma molto prima che ciò accada questi dovranno fare i conti con uno spettro che già da molti giorni si aggira per i mercati, vale a dire la correzione.

La correzione è diventato l'argomento di dibattito principale fra gli analisti: se infatti in un'ottica di lungo termine le quotazioni risultano ancora assolutamente ragionevoli, è invece innegabile che un rialzo delle proporzioni di quello cui abbiamo assistito nel corso delle ultime settimane richieda una pausa. Esistono tre argomenti a sostegno di un probabile significativo storno: in primo luogo tutti gli indicatori tecnici segnalano una forte tensione; inoltre, sotto il profilo valutativo, la prosecuzione del movimento in corso si giustificerebbe solo con una ripresa a V dell'economia, per vedere confermata la quale occorreranno alcuni mesi; infine, le ricapitalizzazioni che interesseranno soprattutto le banche, ma anche altri settori, oltre al probabile effetto diluitivo sulle quotazioni, sottrarranno parecchia liquidità al mercato secondario.

Le motivazioni che vengono portate a sostegno di un ripiegamento dei mercati azionari sono piuttosto convincenti, ma ne esiste una di segno contrario su cui merita riflettere. Numerosi investitori, fra cui anche molti istituzionali, sono stati colti di sorpresa dal rimbalzo dei mercati: questo corposo drappello di operatori, che ragionevolmente dispone di abbondante liquidità, attende con una certa apprensione la correzione, in modo da rientrare sul mercato e poter finalmente beneficiare della ripresa in corso. È evidente che questa ansia di rientrare sul mercato potrebbe frenare tutti i movimenti correttivi. La nostra opinione è che, alla lunga, le ragioni dello storno prevarranno e i listini conosceranno una fase di correzione fisiologica che però potrebbe non avere un'ampiezza proporzionale a quella che ci si potrebbe attendere in virtù del forte rialzo cui stiamo assistendo.

*presidente Cellino sim

**responsabile

ufficio studi Cellino Sim