

ANALISI I mercati azionari sono tornati alla normalità e non sono neppure sopravvalutati rispetto alla media storica. Ma per un altro allungo c'è bisogno di notizie confortanti sul fronte utili. Anche se i margini di rialzo sono ridotti

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

Il grande recupero delle borse mondiali ha costretto molti strategist a correggere il tiro rispetto alle previsioni apocalittiche dei primi mesi dell'anno. Grazie al contributo della mano pubblica e alle ripetute immissioni di liquidità operate dalle banche centrali il clima è radicalmente cambiato. Soprattutto in borsa. Se tra il massimo raggiunto nel corso del 2007 e il minimo toccato nel marzo di quest'anno, l'indice S&P500 del mercato azionario americano ha ceduto il 57%, peggior risultato del dopoguerra, dopo tale minimo, si è sviluppato un rialzo del 54%, anch'esso straordinario, sia per l'entità, sia per la velocità con cui si è realizzato. A fronte di oscillazioni così ampie e violente la valutazione delle azioni diventa alquanto problematica. Ecco perché negli ultimi mesi, per giustificare i prezzi espressi dai listini, gli analisti hanno dovuto ricorrere a metodologie di calcolo differenti. Al di là delle sfaccettature dettate dai momenti di breve del mercato, Due sono state le riflessioni di fondo che si sono fronteggiate da un paio d'anni a questa parte: la prima, in piena bagarre ribas-

Questa borsa non è cara



sista, tentava di dimostrare la sensatezza di valutazioni iper sacrificate; la seconda, quella attuale, si chiede invece se dopo un rimbalzo così vigoroso e per certi versi inaspettato per quanto concerne l'entità non si stia esagerando nel senso opposto.

A marzo, su queste pagine, abbiamo dato il nostro contributo alla prima tipologia di indagine. L'analisi si basava sul rapporto/prezzo utili dell'indice

S&P500, calcolato utilizzando la media deflazionata degli utili degli ultimi dieci anni. La nostra conclusione, sulla base del modello di Robert Shiller, fu netta: quel multiplo era significativamente inferiore alla propria media storica e dunque il mercato azionario era notevolmente sottovalutato. Il modello non consentiva di prevedere il momento in cui il mercato avrebbe invertito la tendenza ribassista, ma indicava che, nel

lungo termine, le azioni avrebbero potuto offrire un rendimento significativamente superiore a quello storico (pari al 6,5% annuo reale). Sorprendentemente, nel corso dei sei mesi successivi, il mercato azionario americano ha dispensato agli investitori l'intera sovraperformance che si sarebbe dovuta spalmarne nell'arco di più anni. Siamo dunque giunti, come alcuni sostengono, a una nuova esagerazione, questa volta frut-

to di un eccesso di ottimismo? La risposta è no se si applica il modello Schiller. Il rapporto prezzo/utile dell'indice S&P500, calcolato secondo la metodologia precedentemente indicata, è salito a quota 18, poco al di sopra della media storica: a nostro giudizio il mercato si può ora considerare correttamente valutato, in un'ottica di lungo termine. Il rimbalzo, dunque, non ha condotto l'indice americano su livelli eccessivi, anche se, come detto, si è portato via l'attraente prospettiva di rendimenti futuri straordinariamente elevati. Stando al modello, gli investitori di lungo termine si dovranno ora accontentare di rendimenti in linea con quelli storicamente realizzati.

Oggi, come sei mesi fa, il modello di Shiller non è però in grado di offrire indicazioni sulle prospettive di breve termine dell'indice, poiché, più che su dati storici, queste poggiano sulle

attese circa il futuro prossimo dell'economia e degli utili societari. Il modello, infatti, è molto adatto a individuare le situazioni patologiche del listino, come quella di eccessivo pessimismo rilevata sei mesi fa, o quella di irrazionale euforia, registrata in corrispondenza dei massimi del 2000, ma perde di utilità quando il mercato ritorna su livelli normali.

Normalità, per i mercati azionari, significa guardare alle prospettive di utile delle società quotate e a queste, a nostro parere, si dovrà d'ora in avanti fare riferimento per comprenderne i movimenti. In effetti, il rimbalzo di marzo non è scaturito dal miglioramento delle attese di utili futuri, che anzi erano ancora declinanti, ma è dipeso dalla presa d'atto che il mondo non era più sull'orlo della catastrofe e che gli interventi di politica monetaria e fiscale avevano definitivamente allontanato gli scenari più cupi. Il rialzo avrebbe però avuto vita breve se a maggio le attese relative agli utili non avessero finalmente invertito la rotta, dando un solido sostegno alle quotazioni che hanno così potuto proseguire la loro ascesa.

Dunque, il ritorno sui minimi, che alcuni prevedono, ci appa-



re assai improbabile, perché le condizioni di elevata incertezza che potrebbero giustificare sono state cancellate dall'efficace reazione delle autorità politiche e monetarie. Anche la prosecuzione dell'attuale fase ri-

alzista è però aleatoria, poiché dipende essenzialmente dall'andamento delle attese di utile: per questo motivo, la stagione delle trimestrali appena iniziata sarà l'elemento trainante delle borse nelle prossime set-

timane. Ma attenzione, anche qualora i profitti aziendali dovessero rivelarsi incoraggianti, i ritmi di crescita dei listini ci potremo assistere non saranno paragonabili a quelli che si sono osservati nei mesi scorsi. D'altro

canto anche lo spazio di discesa, in caso di trimestrali deludenti, appare contenuto, poiché, come detto, le quotazioni non appaiono eccessive.

Quella che ci attende potrebbe quindi essere una fase caratterizzata da modeste oscillazioni dei prezzi delle azioni, ossia da bassa volatilità. In ogni caso, a nostro parere, la deriva di questo movimento sarà ascendente: riteniamo infatti che, in un'alternanza di sorprese positive e negative, gli utili aziendali siano destinati a crescere nei prossimi trimestri, sia grazie all'espansione economica in atto, il cui contributo sarà inizialmente modesto considerata la sua debolezza, sia, soprattutto, grazie al drastico abbattimento dei costi realizzato dalle aziende. La riduzione della forza lavoro, cui fa da contraltare il drammatico livello raggiunto dal tasso di disoccupazione, l'ininterrotto processo di delocalizzazione e l'ossessivo controllo delle spese messi in atto da un anno a questa parte, sono infatti gli elementi che, nei prossimi trimestri, contribuiranno a elevare i margini e i profitti delle aziende. Poi toccherà ai ricavi. (riproduzione riservata)

*presidente Cellino sim
**responsabile ufficio studi Cellino sim