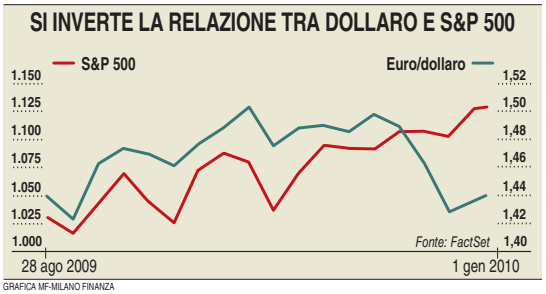
ASSET ALLOCATION/2 La liquidità immessa nel sistema si è riversata soprattutto sui mercati obbligazionari. Meglio allora le azioni che hanno colmato il gap post Lehman ma ancora non incorporano la crescita dei profitti. In pole la Germania

Questa borsa non tradirà

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

Va in archivio un anno tremendo per l'economia reale: se escludiamo i Paesi emergenti, che hanno solo rallentato il ritmo di crescita, le principali economie sviluppate hanno registrato contrazioni del pil di straordinaria intensità. L'opinione degli economisti è che la ripresa sarà piuttosto lenta: sulla base delle stime del Fondo monetario internazionale, infatti, la prima economia sviluppata a ritornare a un livello di pil analogo a quello pre-crisi sarà quella americana ma solo nel 2011; seguirà poi il Giappone nel 2012, mentre l'area euro rivedrà i livelli precedenti la recessione soltanto nel 2013.

Il contrasto tra economia reale e mercati finanziari, che nel 2009 hanno invece realizzato un'eccellente performance, appare clamoroso e costituisce il presupposto sul quale alcuni osservatori fondano l'idea che i prezzi dei titoli azionari siano giunti su livelli da bolla speculativa. Una tesi che non ci trova d'accordo: lo abbiamo affermato più volte nel corso del 2009 ricorrendo all'analisi del rapporto prezzo/utile dell'indice S&P500, calcolato utilizzando la media dei profitti degli ultimi 10 anni, dalla quale emerge solo una lieve sopravvalutazione del mercato, non preoccupante in una fase di ripresa del ciclo economico. Il fenomeno cui stiamo assistendo sui mercati azionari internazionali è, a nostro giudizio, un semplice ritorno alla normalità dopo il panico generato dal crack di Lehman Brothers che aveva fatto precipitare le borse su livelli coerenti con un collasso del sistema finanziario, evento che fortunatamente è stato scongiurato. L'obiettivo immediato di questo recupero è il ritorno ai livelli di prezzo che si osservavano prima del fallimento della banca d'affari americana; e, considerata la tonicità dei listini, tali livelli sembrano oramai un obiettivo raggiungibile nel corso dei primi mesi del 2010 (Londra ci è già riuscita nella penultima seduta dell'anno). A quel punto la salita potrebbe conoscere una battuta d'arresto, ma in un contesto che rimarrebbe immune dalla tanto temuta bolla speculativa.



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Il rialzo del mercato ha trovato supporto sino a oggi nella considerevole sottovalutazione in cui era precipitato dopo la bancarotta di Lehman, ma ora che questa anomalia è stata riassorbita, un ulteriore spunto potrà arrivare dalle attese di recupero degli utili aziendali, il cui ritorno ai livelli pre-crisi si realizzerà, stando alle previsioni, in anticipo rispetto al recupero dell'economia reale. Che i profitti rivedano il picco prima del resto dell'economia è piuttosto normale, in virtù dei severi piani di razionalizzazione cui sono state sottoposte le principali aziende internazionali, capaci ora di generare maggiori utili a parità di ricavi. Così, quando nel 2011 il pil americano dovrebbe rivedere il livello del 2008, gli utili della corporate America raggiungeranno, secondo le previsioni, nuovi massimi. In quello stesso anno i profitti delle società quotate nell'area euro ritorneranno sui massimi pre-crisi, mentre, come detto, per il pil bisognerà attendere il 2013. Il rialzo dei mercati azionari ha quindi ancora benzina: ma dal momento che si fonda su attese e non su un'obiettiva sottovalutazione, la marcia degli indici potrebbe rivelarsi d'ora in poi più contrastata.

Ma che ne sarà della grande massa di liquidità immessa dalle banche centrali che starebbe gonfiando la madre di tutte le bolle? L'asset allocation per il 2010 va definita rispondendo a questa domanda. E l'investitore dovrà allocare le proprie risorse laddove ritiene che l'abbondante liquidità non abbia creato eccessive distorsioni. Gran parte della liquidità immessa nel sistema è confluita nel mercato dei titoli di Stato e in quello delle obbligazioni societarie. Un trend che consente il finanziamento dei deficit attraverso i quali i governi realizzano le politiche di sostegno all'economia che hanno limitato i danni della stretta creditizia. La droga della liquidità a buon mercato si è dunque diffusa più nei mercati obbligazionari che in quelli azionari e la conferma di questo sta nel differenziale di rendimento fra i bond corporate di rating Baa e gli analoghi di rating Aaa, ossia il premio per il rischio pagato dagli emittenti di qualità medio/bassa rispetto a quelli di qualità massima. Negli Usa tale premio è ora di circa l'1%, ossia in linea con i livelli della prima parte del decennio, lontano dal picco del 3,5% toccato a fine 2008, ma anche dall'1,6% osservato nei giorni precedenti il crack di Lehman. La corsa del mercato obbligazionario è andata ben al di là di quella del mercato azionario: i titoli corporate scontano ora uno scenario più simile a una fase di robusta espansione economica che a una cauta ripresa.

La conferma del fatto che il rialzo delle borse non sia solo frutto del carry trade, consentito dalla coesistenza di tassi bassi e dollaro debole, potrebbe arrivare fra poco, qualora la ripresa del biglietto verde dovesse proseguire. Le prime reazioni appaiono confortanti, poiché al robusto colpo di coda del dollaro non è seguita la temuta correzione dei mercati azionari che, al contrario, hanno continuato a crescere, lasciando intendere che la linfa che li sta nutrendo sia quella di una progressiva ricostituzione di posizioni di investimento e non quella di volatili operazioni speculative.

Il 2010 si preannuncia quindi più proficuo per il mercato azionario che per quello obbligazionario; tra le diverse aree pensiamo si possano privilegiare gli Usa rispetto all'Europa, mantenendosi neutrali sui mercati emergenti. In Europa il mercato tedesco, forte di una composizione settoriale più orientata ai titoli ciclici, potrebbe risultare il più interessante. Per quanto attiene il dollaro, infine, pensiamo che i movimenti osservati sul finire del 2009 possano costituire l'inizio di una fase di rafforzamento che peraltro, come già detto, non dovrebbe danneggiare i mercati azionari. Un dollaro più forte nel 2010 si giustificherà con la sua oggettiva sottovalutazione, con la maggiore forza dell'economia americana rispetto a quella europea e giapponese, oltre che con il possibile sgonfiamento della bolla speculativa sull'oro.

**presidente e responsabile ufficio studi Cellino sim*