

INVESTIMENTI Le turbolenze delle ultime settimane hanno interrotto il lungo trend rialzista dell'azionario. I prossimi movimenti saranno guidati più dall'emotività che dai fondamentali. Ma i fattori favorevoli alla tenuta dei listini sono più pesanti di quelli contrari. Ecco perché

Borsa più forte dei gufi

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

La flessione dei mercati azionari delle ultime settimane, sotto la spinta delle preoccupazioni sul debito pubblico di Grecia, Portogallo e Spagna, hanno interrotto un trend rialzista che durava da quasi un anno. A fronte delle nuove turbolenze internazionali è doveroso fare il punto della situazione e cercare di scovare i driver, positivi e negativi, che guideranno i mercati nei prossimi mesi. La tabella in pagina indica i 10 pro e i 10 contro con cui l'investitore dovrà fare i conti nei prossimi mesi. La peculiarità di questo momento consiste nel fatto che buona parte degli osservatori, ottimisti o pessimisti che siano, si troverebbero d'accordo su ciascuna delle affermazioni sopra elencate. La peculiarità di questo momento consiste nel fatto che buona parte degli osservatori, ottimisti o pessimisti che siano, si troverebbero d'accordo su ciascuna delle affermazioni sopra elencate; occorre dunque stabilire se saranno in grado di incidere di più i fattori positivi o se quelli negativi finiranno con l'essere preponderanti.

I prezzi che si osservano in borsa sono, dal punto di vista dell'analisi fondamentale, stime del valore attuale dei flussi di cassa che ciascuna azienda sarà in grado di realizzare in futuro; i flussi di cassa futuri offerti dai titoli azionari, ossia i dividendi, sono ovviamente ignoti e ciascun analista può avere al riguardo un'opinione differente. È dunque del tutto naturale che esistano pareri divergenti circa la sensatezza delle valutazioni espresse dai mercati; non è però

DECALOGO PER L'INVESTITORE	
10 motivi per comprare azioni	10 motivi per non comprare azioni
1 L'economia mondiale sta crescendo a una velocità notevole, impensabile anche solo poche settimane fa	1 La disoccupazione tarda a diminuire e pertanto va verificata la solidità della ripresa
2 La crescita dei Paesi emergenti è ritornata agli sbalorditivi livelli pre-crisi e, per la prima volta, il peso di queste economie è tale da poter contribuire significativamente alla ripresa globale	2 L'abnorme crescita del debito pubblico in tutti i Paesi sviluppati definisce uno scenario di grandi incertezze quali ad esempio la tenuta della coesione nell'area euro e il mantenimento della fiducia nei grandi debitori quali Usa e Giappone
3 La temuta depressione è stata evitata	3 I bilanci di molte banche, migliori di un anno fa, contengono ancora attività pericolose
4 Anche la temuta deflazione è stata evitata	4 Il populismo e la demagogia si stanno rivelando ottime ricette politiche per gestire la crisi, ma difficilmente questi orientamenti riformeranno il sistema economico e finanziario
5 L'inflazione rimarrà a lungo sotto controllo, grazie al forte sottoutilizzo della capacità produttiva e all'elevata disoccupazione, determinando un ambiente favorevole all'investimento in azioni	5 Quella che si è abbattuta sull'economia mondiale è stata una crisi di fiducia che ha determinato una stretta creditizia senza precedenti. Ma i fallimenti finora osservati non sono stati significativamente superiori a quelli delle precedenti recessioni
6 Il trend di medio termine di tutti i mercati azionari è inequivocabilmente orientato al rialzo	6 Le quotazioni azionarie non sono eccessive, ma la sottovalutazione è stata completamente riassorbita
7 I profitti aziendali cresceranno notevolmente nel corso del 2010, sospinti dalla crescita economica e amplificati dai drammatici tagli occupazionali effettuati dalle aziende	7 La coesione fra i grandi della terra, che ha permesso scelte rapide ed efficaci nei momenti più gravi della crisi, è ora venuta meno, lasciando spazio ai particolarismi.
8 Le valutazioni dei titoli azionari, nonostante il rialzo dai minimi sia stato considerevole, non appaiono irragionevoli	8 Il mercato immobiliare negli Usa non si è ancora stabilizzato
9 Le alternative all'investimento azionario offrono rendimenti troppo modesti (titoli di Stato) o non remunerano adeguatamente il rischio (obbligazioni corporate)	9 Le economie emergenti sono toniche, ma non sono ancora del tutto autosufficienti
10 Ancora molti portafogli risultano fortemente sottopesati in azioni: una grande massa di liquidità è dunque potenzialmente pronta ad entrare sui mercati	10 Tensioni geopolitiche impreviste potrebbero originare effetti negativi

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Cellino Sim

normale, a nostro giudizio, la situazione che emerge dalla lettura delle venti tesi proposte.

Poiché esistono fondate ragioni a sostegno sia del ribasso sia del rialzo dei mercati azionari, nel corso della naturale alternanza di fasi positive e negative che caratterizzerà i prossimi mesi si troveranno sempre buone argomentazioni, difficilmente smentibili, per affermare che il mercato si sta muovendo nella giusta direzione. Queste, alla fine, prevarranno sulle altrettanto valide motivazioni di segno opposto, poiché

è naturale che il mercato si trascini dietro gli umori degli investitori. La correzione cui abbiamo assistito nelle ultime settimane rappresenta un buon esempio di questa situazione: in pochi giorni l'atmosfera serena che aveva caratterizzato la fine del 2009 e l'inizio del 2010 è evaporata e le tesi a favore dell'investimento azionario, che sino a quel momento erano assai diffuse fra i commentatori, hanno perso rapidamente sostegno. Nel volgere di pochi giorni hanno acquisito sostenitori e visibilità argomenti molto simili a

quelli che riportiamo fra i dieci motivi per non comprare azioni. Un po' come accade per i cosiddetti cocodrilli (servizi in memoria di persone viventi che i giornali e le televisioni tengono pronti per la pubblicazione al momento della loro morte) sono apparsi, forse anche questi già pronti e tenuti nel cassetto, innumerevoli commenti che sancivano la fine dell'effimero rialzo avviato un anno fa. Pensiamo che si possa realizzare il fenomeno opposto non appena i mercati azionari rialzeranno la testa: rapidamente si

tornerà a parlare di utili aziendali in crescita, di Paesi emergenti, di valutazioni ancora attraenti e così via, ricostituendo la sovrastruttura ideologica su cui fondare il rialzo. L'alternanza degli umori prevalenti sul mercato risulterà quindi rafforzata dalla razionalità e dalla forza delle argomentazioni che, di volta in volta, risulteranno dominanti. E le scelte di campo degli investitori saranno dunque messe a dura prova e forse non mancheranno le abiure, ma queste, probabilmente, costeranno care a chi le farà. Sarà facile vedere ex rialzisti vendere sui minimi, dopo essersi convinti delle «robuste basi su cui si fonda il ribasso del mercato azionario» e, qualche tempo dopo, ex ribassisti che compreranno sui massimi, convertiti alle «solide ragioni su cui poggia il rialzo del mercato azionario».

Se il mercato si muoverà, come pensiamo, tra fasi alterne di rialzo e ribasso, la virtù che farà premio fra gli investitori sarà la coerenza: comunque la si pensi non bisognerà farsi convincere del contrario, meno che mai quando sembrerà evidente che ci stiamo sbagliando. Più agevole, invece, il compito di chi si affida all'analisi tecnica, poiché a ogni inversione potrebbe seguire un movimento sufficientemente ampio da poter essere sfruttato. Ribadiamo comunque la nostra opinione sui mercati azionari, più volte espressa anche su queste pagine: le valutazioni dei titoli sono tali da offrire rendimenti di medio lungo termine più che allettanti e questo argomento, a nostro parere, è da solo sufficiente a esprimere un giudizio positivo su di essi. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi di Cellino Sim