

BORSE Negli ultimi dieci anni i bond hanno battuto i listini e oggi i rendimenti sono scesi ai minimi. Ma analisti e gestori avvertono: il boom assomiglia a una bolla. E consigliano di aumentare in portafoglio il peso dei titoli azionari. A partire da quelli più sottovalutati

Ora passate all'azione

di Roberta Castellarin
e Paola Valentini

Dopo un decennio di rally dei bond è il momento di passare... all'azione. A fronte di titoli di Stato e obbligazioni corporate ormai trattati a prezzi vicini ai massimi storici, con rendimenti quindi risicati, le azioni risultano invece a sconto rispetto alle attese di utili e dividendi. Molti indicatori di mercato ormai vanno in questa direzione. E identificano le borse come l'asset class su cui puntare in questo momento. Il consiglio è: aumentare il peso in portafoglio delle azioni, perché ormai i bond hanno poco da offrire. In sostanza, non c'è tanto il timore di un crollo del mercato dei titoli di Stato, quanto la consapevolezza che a questi prezzi il reddito fisso ha poco da offrire. Tutto ciò perché l'aria di crisi ha spinto nei mesi scorsi gli investitori a comprare a man bassa Bund e T-bond, anticipando gli acquisti delle banche centrali. A partire dalla Federal Reserve, che punta sui titoli di Stato statunitensi per sollevare l'economia. «In seguito alla ripresa stentata», sottolineano da Saxo Bank, «da aprile i titoli di Stato americani a lunga scadenza hanno registrato forti rialzi, trainati dai timori di deflazione e dal flight-to-quality».

Tale boom fa però ora temere la presenza di una bolla sul mercato dei bond. Il fenomeno ha interessato anche i fondi: Usa gli obbligazionari oggi sono più popolari di quanto lo erano gli azionari 10 anni fa, cioè al culmine della bol-



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

la internet, come sottolinea Morgan Stanley (si veda grafico in pagina 11). Nel frattempo negli Stati Uniti i fondi azionari sono bersagliati da riscatti record: «L'andamento della raccolta dei fondi azionari è un buon indicatore contrarian dei trend di borsa», spiega un report della banca d'affari americana. «Per esempio, il picco della bolla Internet nel 2000 coincise proprio con afflussi record sui fondi azionari, mentre tre anni più tardi la ripresa dei listini avvenne in concomitanza di forti riscatti dagli azionari». La corsa ai bond è destinata a continuare? «Nelle ultime settimane c'è stata una correzione al ribasso dei titoli di Stato Usa, ma questo non significa ancora un'inversione di tendenza», avvertono da Saxo Bank. Più pessimisti i gestori interpellati da Morningstar: il 60% si aspetta un calo delle obbligazioni statali nei prossimi sei mesi, in Eurozona come negli Stati Uniti. È opinione diffusa che la migrazione verso i titoli più sicuri, come il

Bund tedesco o il Treasury americano, sta volgendo al termine. «In Europa è inoltre attesa una riduzione del differenziale delle emissioni governative dei Paesi periferici, come la Grecia, l'Italia o il Portogallo», segnala Morningstar. «Sul fronte della politica monetaria non sono previsti movimenti sui tassi di interesse, dal momento che la situazione economica rimane fragile».

Quali sono i numeri che giocano a favore dei bond? A questo proposito, l'ufficio studi di Cellino e Associati ha confrontato per MF-Milano Finanza i rapporti di dividendo-prezzo e utile-prezzo dei principali indici borsistici mondiali con il rendimento a scadenza dei titoli di Stato a lungo termine per valutare la convenienza dell'in-

BORSE PIÙ PROMETTENTI DEI BOND

Gli Earnings Yield e i Dividend Yield riportati nelle tabelle sono tutti calcolati utilizzando utili e dividendi attesi dal consenso degli analisti per i prossimi 12 mesi

Titolo	Paese	Earnings Yield	Dividend Yield	Rendimento titolo di Stato decennale
❖ Dax	Germania	9,4%	3,6%	2,3%
❖ Cac	Francia	9,9%	4,4%	2,6%
❖ Ftse-Mib	Italia	10,0%	4,7%	3,8%
❖ Ibex	Spagna	10,3%	5,9%	4,0%
❖ Ftse 100	Regno Unito	9,4%	3,5%	2,9%
❖ S&P 500	Usa	7,9%	2,0%	2,4%
❖ Nikkei	Giappone	6,6%	2,0%	0,9%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati Sim su dati FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

vestimento azionario in questo momento. In particolare, il rapporto tra dividendo e prezzo dell'azione (dividend yield) indica il rendimento che un titolo offrirà in termini di cedole senza tenere conto del capital gain. Il rapporto tra utile e prezzo (earning yield) tiene invece conto anche del potenziale capital gain e costituisce quindi un'approssimazione del rendimento totale ottenibile dalle azioni nel lungo periodo. «E prassi confrontare questi due rendimenti attesi dalle azioni con il rendimento a scadenza dei titoli di Stato a lungo termine, al fine di valutare la convenienza dell'investimento azionario», spiega Oliviero Lenci di Cellino sim. «Una regola empirica piuttosto diffusa indica che

le azioni sono convenienti quando il dividend yield eccede il rendimento del titolo di Stato decennale». Lenci precisa che si tratta di un approccio valido, ma per praticarlo occorre conoscere approfonditamente la natura delle grandezze che si stanno maneggiando. Innanzitutto, va rimarcato che l'earning yield e il dividend yield sono due rendimenti reali, mentre il rendimento a scadenza dei titoli di Stato è nominale. «Se dunque ci si attende in futuro un determinato tasso di inflazione, i rendimenti obbligazionari dovrebbero essere decurtati di tale valore per essere confrontati correttamente con quelli azionari. In caso di deflazione, ipotesi non remota di questi tempi, ai rendimenti obbligazionari dovrebbe venir invece aggiunto il tasso di discesa dell'indice dei prezzi», precisa Lenci.

Il quale si sofferma ad analizzare anche un paradosso ravvisabile oggi sul mercato: «Il livello ecce-



I MULTIPLI DELLE SOCIETÀ DELL'INDICE FTSE MIB A CONFRONTO CON IL RENDIMENTO DEL BTP

Gli Earnings Yield e i Dividend Yield riportati nelle tabelle sono tutti calcolati utilizzando utili e dividendi attesi dal consenso degli analisti per i prossimi 12 mesi

	Earnings Yield	Dividend Yield	Rendimento titolo di Stato decennale
❖ A2a	8,7%	8,7%	3,8%
❖ Ansaldo Sts	8,4%	3,0%	3,8%
❖ Generali Ass.	10,0%	3,9%	3,8%
❖ Atlantia	8,4%	5,2%	3,8%
❖ Autogrill	6,4%	2,3%	3,8%
❖ Azimut Holding	10,4%	2,6%	3,8%
❖ Banca Mps	9,6%	2,7%	3,8%
❖ Banca Popolare di Milano	10,1%	4,0%	3,8%
❖ Banco Popolare	10,3%	2,5%	3,8%
❖ Bulgari	3,8%	1,7%	3,8%
❖ Buzzi Unicem	6,6%	2,4%	3,8%
❖ Cir	10,6%	2,6%	3,8%
❖ Davide Campari	6,9%	1,5%	3,8%
❖ Enel	11,9%	7,1%	3,8%
❖ Eni	12,7%	6,3%	3,8%
❖ Exor	6,2%	1,7%	3,8%
❖ Fiat	6,0%	1,7%	3,8%
❖ Finmeccanica	13,8%	4,9%	3,8%
❖ Fondiaria-Sai	8,6%	5,6%	3,8%
❖ Geox	5,5%	3,9%	3,8%

	Earnings Yield	Dividend Yield	Rendimento titolo di Stato decennale
❖ Impregilo	8,2%	2,9%	3,8%
❖ Intesa Sanpaolo	10,4%	4,6%	3,8%
❖ Italcementi	6,1%	2,3%	3,8%
❖ Lottomatica	6,9%	6,4%	3,8%
❖ Luxottica Group	5,2%	2,3%	3,8%
❖ Mediaset	7,9%	6,6%	3,8%
❖ Mediobanca	10,8%	4,0%	3,8%
❖ Mediolanum	8,9%	4,6%	3,8%
❖ Parmalat	6,0%	2,7%	3,8%
❖ Pirelli & C.	7,1%	2,8%	3,8%
❖ Prysmian	8,4%	3,0%	3,8%
❖ Saipem	6,0%	2,0%	3,8%
❖ Snam Rete Gas	8,0%	5,8%	3,8%
❖ Stmicroelectronics	10,5%	4,0%	3,8%
❖ Telecom Italia	12,0%	5,8%	3,8%
❖ Tenaris	7,0%	2,2%	3,8%
❖ Terna	6,5%	6,3%	3,8%
❖ Ubi	8,6%	4,6%	3,8%
❖ Unicredit	9,9%	3,8%	3,8%
❖ Unipol	9,1%	5,7%	3,8%

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati Sim su dati FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

zionalmente basso raggiunto dai rendimenti obbligazionari rappresenterebbe, in condizioni normali, un campanello d'allarme per gli investitori azionari, piuttosto che un invito agli acquisti. Bassi rendimenti e un appiattimento della curva anticipano normalmente periodi di recessione e possibile deflazione. Quelle attuali non sono però, a nostro giudizio, condizioni normali». Perché? «In questo momento i mercati obbligazionari non scontano uno scenario recessivo e deflazionistico, ma piuttosto l'imminente ingresso, dal lato della domanda, delle banche centrali tramite l'attuazione delle annunciate operazioni di quantitative easing. Quanto detto vale soprattutto per Usa e Giappone; in Europa, gli acquisti di titoli di Stato da parte della Bce dovrebbero avere dimensioni più contenute», risponde Lenci. Cellino ha elaborato per *MF-Milano Finanza* una tabella (pubblicata in pagina 10) che confronta earning e dividend yield degli indici delle azioni quotate in Usa, Europa e Giappone con il rendimento dei rispettivi titoli di Stato decennali. Per *Piazza Affari* l'analisi è estesa a tutte le azioni dell'indice Ftse-Mib.

Anche secondo Klaus Kaldemorgen, responsabile azionario globale di Dws Investments, ora vale la pena di riscoprire le azioni: «Se l'investitore ha intenzione di correre un rischio, che almeno sia ben remunerato. E tale rischio al momento è pagato profumatamente dai mercati azionari». Kaldemorgen confronta il rapporto price-earning tra azioni e obbligazioni. «Nel boom degli anni 1980 e 1990, il rapporto prezzo-utili delle azioni era superiore di circa il 40% rispetto alle obbligazioni, mentre ora è inferiore di oltre il 60%. Analoghe sono le considerazioni a cui si giunge confrontando i rendimenti dei dividendi e delle obbligazioni». Secondo Kaldemorgen, le aziende hanno bilanci molto solidi e, nonostante il contesto difficile, hanno guidato i margini a livelli quasi record, che meriterebbero di essere ripagati con un investimento da parte del mercato.

Del resto da Swisscanto sottolineano di aspettarsi «ancora per molto tempo atteggiamenti emotivi e umori fortemente altalenanti tra gli investitori. Ma la valutazione dei mercati azionari rispetto a quelli obbligazionari continua a essere vantaggiosa». In base alle analisi della società di gestione svizzera, alla fine di agosto l'indice azionario mondiale Msci risultava sottovalutato di circa il 31% e, anche se non si prevede che questo divario di valutazione verrà colmato in pochi mesi, il trend appare segnato. «Una valutazione vantaggiosa significa che esistono probabilità molto elevate che nell'arco dei prossimi tre anni si possano conseguire rendimenti azionari superiori alla media. È alquanto inverosimile che nel mercato azionario mondiale complessivo perduri per molti anni un trend ribassista in stile giapponese», conclude Swisscanto. (riproduzione riservata)