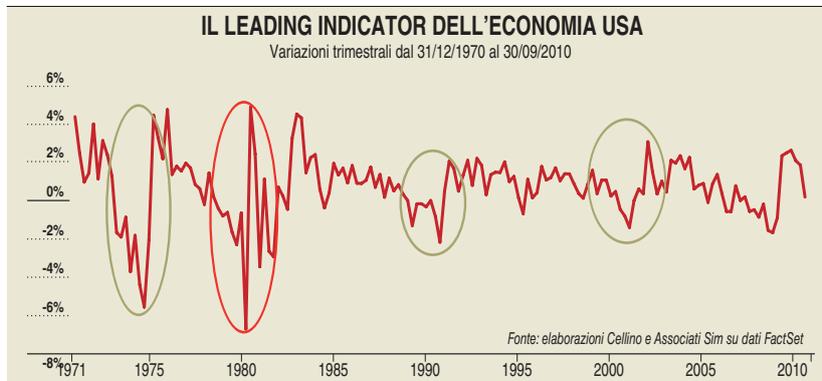


SCENARIO La Fed ha messo in campo una politica super accomodante per impedire agli Stati Uniti di ricadere in recessione e per frenare il dollaro. Si tratta della stessa strategia adottata dal criticatissimo ex chairman. Per ora godono Wall Street e le società quotate che macinano utili

Ritorno a Greenspan

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

I mercati azionari internazionali hanno conosciuto una fase di crescita robusta dopo il salvataggio dell'Unione monetaria realizzato nella convulsa riunione dell'Ecofin dell'8 e 9 maggio scorsi. Non si è però trattato di una marcia priva di ostacoli, poiché nel corso dei mesi estivi si è materializzata una nuova paura: quella di una ricaduta in recessione degli Usa, insinuata fra gli investitori dopo la diffusione di alcuni indicatori macroeconomici inferiori alle attese. L'estate si è così consumata nell'alternanza di dati che talvolta acuiscono e talvolta smorzano l'ansia degli investitori, imprimendo una notevole volatilità ai mercati azionari. Il Conference board elabora un leading indicator dell'economia Usa (si tratta di una media di vari indicatori anticipatori del ciclo economico), le cui variazioni trimestrali negli ultimi 40 anni sono rappresentate nel grafico in pagina. Come si può osservare, l'ultima variazione trimestrale, calcolata al 30 settembre rispetto alla lettura del 30 giugno, ha ben catturato l'attesa di rallentamento della crescita economica. Si tratta però di un evento non raro dopo la fine delle recessioni: nel corso delle precedenti quattro (evidenziate nel grafico con gli ovali) l'indicatore ha infatti sempre realizzato, dopo l'uscita dalla fase di crescita negativa, un ritorno verso il livello di crescita zero. Solo nel caso della recessione del 1980-82 tale ritorno ha anticipato una doppia recessione. Anche se è prematuro parlare di una nuova recessione, negli Usa è comunque in atto un rallentamento: iniziato nel secondo trimestre 2010, proseguito nel terzo e, probabilmente, destinato a protrarsi anche nel quarto. Nonostante le attese di rallentamento per l'economia americana, gli economisti del Fmi hanno recentemente stimato a un livello inferiore al 5% la probabilità di una ricaduta in recessione per le economie avanzate. Non solo: pur definendo ancora debole la ripresa, il Fmi ha alzato al 4,8% le proprie stime di crescita per l'economia globale nel 2010, mantenendo stabili quelle per il 2011. È indubbiamente un segno dei tempi che la spinta della vecchia locomotiva americana non sia più condizione necessaria della crescita globale. Ma a colpire nelle



previsioni del Fmi è anche il ruolo determinante giocato dall'Eurozona, la cui crescita è stata rivista significativamente al rialzo. A questo colpo di reni dell'area euro ha contribuito in modo determinante il poderoso recupero dell'economia tedesca che si appresta a chiudere uno degli anni più positivi dai tempi della riunificazione. Esaurite tutte le cartucce a disposizione della politica economica, le speranze di ridare slancio all'economia Usa sono ora interamente riposte nella Fed, la quale, come noto, si accinge a ricorrere a manovre non convenzionali fra le quali la più attesa è un ulteriore quantitative easing (Qe), ossia l'acquisto di titoli di Stato. L'obiettivo di tale manovra è stimolare la ripresa economica attraverso bassi tassi di interesse, sia a breve sia a lunga scadenza, che dovrebbero incentivare i consumi e gli investimenti. Una politica monetaria accomodante è certamente consigliabile nel contesto di lento recupero che sta caratterizzando l'economia Usa (specialmente per quanto attiene al grave problema della disoccupazione), ma una mossa così poderosa è qualcosa di più di una semplice politica monetaria accomodante e si giustificerebbe solo nel caso in cui fossero evidenti i segnali di una ricaduta in recessione, segnali che, come detto, al momento non ci sono. Gli investitori hanno comunque apprezzato la volontà di Bernanke di attuare un nuovo Qe, e lo prova il comportamento paradossale con cui stanno sovente reagendo alle statistiche macroeconomiche. A dati migliori del previsto, che dovrebbero rasserenare gli animi circa il futuro dell'economia, spesso i mercati rispondono scendendo, mentre non sono rare le reazioni positive a fronte di dati negativi. Dunque, tutto ciò che rende proba-

bile un intervento massiccio della Fed sembra tranquillizzare gli operatori, che trovano invece motivi di preoccupazione nelle notizie che potrebbero indurre la banca centrale a maggior cautela.

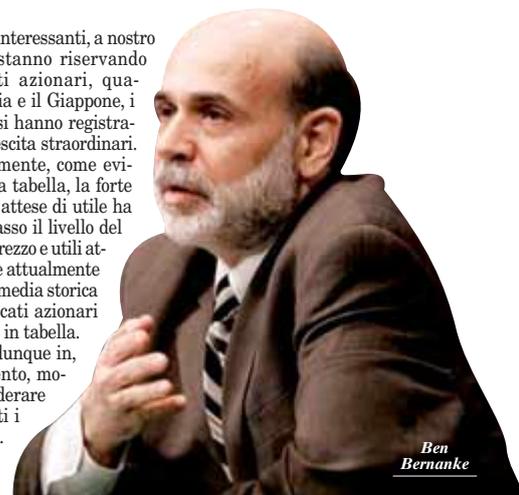
La politica di Bernanke si sta dunque riavvicinando a quella del suo predecessore, Alan Greenspan, il cui benevolo atteggiamento nei confronti dei mercati finanziari, la cosiddetta Greenspan put, lo aveva ripetutamente indotto a lanciare una ciambella di salvataggio agli investitori più spregiudicati. Tutto ciò dopo che, con il fallimento di Lehman Brothers, la Fed sembrava essersi allontanata da politiche che incoraggiavano l'azzardo morale. Fra gli obiettivi perseguiti dalla Fed attraverso il Qe vi è poi, molto probabilmente, quello (peraltro già raggiunto) di deprezzare il dollaro. Il deprezzamento del cambio che è derivato dall'annuncio di politiche monetarie fortemente espansive dovrebbe esercitare effetti benefici sulla competitività. Ormai anche gli Usa si stanno incamminando sulla strada del risanamento del bilancio pubblico e deprezzare il cambio consente di trasferirne parte del costo sull'estero, riducendo le importazioni.

Al di là dei problemi americani, il clima economico generalmente positivo si riflette nei risultati societari realizzati negli ultimi trimestri, generalmente molto positivi, e in quelli attesi per i prossimi. Basti pensare che, già nel 2011, gli utili delle società componenti l'indice S&P 500 potrebbero ritornare sui livelli massimi pre-crisi. Ma le

sorprese più interessanti, a nostro giudizio, le stanno riservando altri mercati azionari, quali la Germania e il Giappone, i cui utili attesi hanno registrato tassi di crescita straordinari. Complessivamente, come evidenziato dalla tabella, la forte crescita delle attese di utile ha mantenuto basso il livello del rapporto fra prezzo e utili attesi (p/e), che è attualmente inferiore alla media storica in tutti i mercati azionari rappresentati in tabella. Non vi sono dunque in questo momento, motivi per considerare sopravvalutati i mercati azionari. (riproduzione riservata)

Parla Stephen Roach

Per il chairman di Morgan Stanley Asia la Cina deve aumentare i consumi interni



Ben Bernanke

Il rapporto fra il prezzo e gli utili attesi per i prossimi 12 mesi di alcuni indici azionari internazionali

Indice	Attuale	Media storica
DAX (Germania)	10,7	16,0
CAC (Francia)	10,1	14,7
FTSE-MIB (Italia)	10,0	15,9
IBEX (Spagna)	9,7	13,4
FTSE 100 (Regno Unito)	10,0	13,5
S&P 500 (USA)	12,7	16,5
Nikkei (Giappone)	14,9	25,9
BRIC (Brasile, Russia, India e Cina)	12,2	12,6

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet