

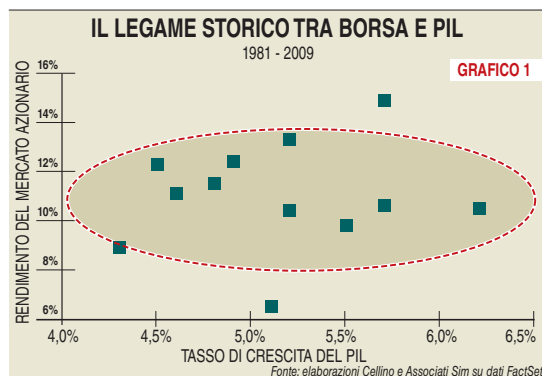
di **Oliviero Lenci**
e **Silvio Olivero***

La grave crisi economica da cui il mondo sta uscendo ha accelerato alcuni processi già in corso da tempo: si pensi alla delocalizzazione di molte attività produttive, ma soprattutto all'ascesa di nuovi attori economici, sino a qualche anno fa considerati comprimari, che si candidano oggi a essere protagonisti dell'economia mondiale. Il riferimento è ovviamente ai Paesi emergenti, per cui si prevedono tassi di sviluppo da capogiro, eccezionalmente superiori a quelli dei Paesi industrializzati; anche fra questi ultimi, tuttavia, la crisi ha smosso vecchi equilibri, portando alla ribalta nuovi paradigmi. È il caso del modello di sviluppo tedesco, orientato all'esportazione di prodotti di eccellenza, che ha retto meglio di altri all'onda d'urto della delocalizzazione: la minore disoccupazione che ne è derivata, unita a conti pubblici in ordine, fanno apparire la crescita tedesca assai più sostenibile di quella degli Usa, appesantita da un'elevata disoccupazione e da conti pubblici di stampo decisamente mediterraneo. La crisi ha inoltre enfatizzato l'insostenibilità dei bilanci pubblici di alcuni Paesi europei, i Pigs, imponendo ai rispettivi governi manovre di austerità che limiteranno l'espansione economica.

La riallocazione della crescita economica fra le varie aree geografiche è guardata con grande interesse dagli investitori, poiché è diffusa la convinzione che questa possa esercitare un'influenza significativa sull'andamento dei diversi listini azionari nazionali. Per questo è utile concentrare l'attenzione sul legame fra la crescita economica e l'andamento delle borse, per capire quanto le mutate attese di crescita potrebbero modificare i rendimenti offerti dai diversi mercati azionari. Sorprendentemente l'andamento delle borse nell'ultimo trentennio non ha trovato spiegazione nella differente evoluzione delle relative economie nazionali. Per convincersene basta osservare il grafico 1, realizzato su un campione di 12 Paesi a economia avanzata. Ciascun punto del grafico identifica, per ogni Paese del campione, il rendimento del mercato azionario (misurato sull'asse verticale) e la crescita del pil (misurata sull'asse orizzontale). Sia il rendimento delle azioni, sia la crescita del pil sono i tassi medi annui composti osservati nel periodo. Gran parte delle osservazioni è raccolta in una nuvola, cui corrispondono rendimenti azionari annui piuttosto simili (compresi fra il 9 e il 13%), realizzati indipendentemente dal tasso di crescita dell'economia sottostante. Scomponendo il periodo in tre decenni si possono fare ulteriori osservazioni: negli anni 80 e 90, così come nell'intero trentennio, la relazione fra rendimento dei listini azionari e crescita economica è stata pressoché nulla, mentre, nel corso dell'ultimo decennio, l'influsso della crescita economica sui rendimenti azionari è divenuto

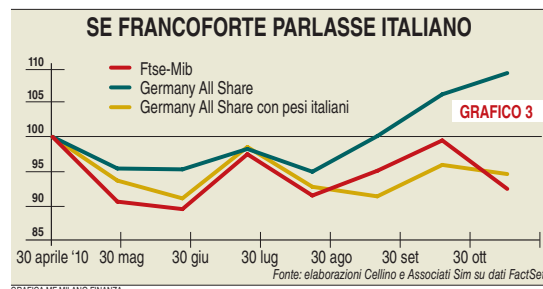
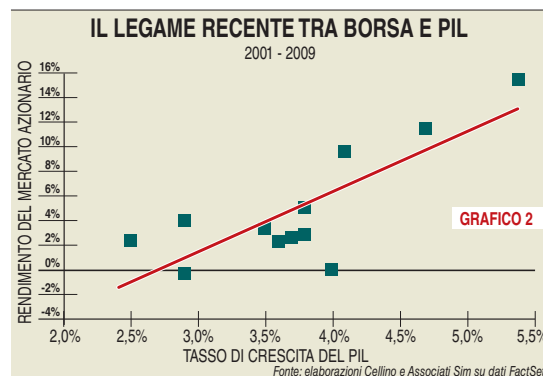
FENOMENI Negli anni Ottanta e Novanta la crescita economica di un Paese aveva un'incidenza molto bassa sull'andamento della corrispondente borsa. Adesso non è più così. Con l'eccezione di Milano, sbilanciata sulle banche

Ora il pil sposta il listino



eccezionalmente significativo. Il grafico 2 rappresenta, con l'ausilio di una retta di regressione, la forte relazione fra rendimenti azionari e crescita osservata tra il 2000 e il 2009. Di fronte a osservazioni così contrastanti è difficile trarre conclusioni univoche, anche perché sia la dipendenza che l'indipendenza delle borse dall'andamento dell'economia sottostante possono essere ricondotte a elementi razionali. Che i rendimenti delle azioni possano dipendere dalla crescita dell'economia è piuttosto intuitivo, mentre meno intuitivi, ma egualmente solidi, sono gli argomenti a sostegno della tesi opposta. Si può ad esempio osservare che spesso le aziende quotate sono multinazionali, quin-

di i loro profitti sono poco correlati all'andamento dell'economia locale. Un altro fatto da considerare è che, talvolta, la composizione settoriale del mercato azionario non è rappresentativa della struttura economica. L'Italia costituisce un esempio notevole di quest'ultima anomalia. Si pensi infatti che il settore finanziario, che rappresenta circa il 6% del pil, costituisce il 38% del Ftse-Mib. È evidente che, più che alle sorti dell'economia italiana, l'andamento di Piazza Affari è legato a quello del settore finanziario. Talvolta questo legame si è rivelato un bene per gli investitori: si pensi alla grande ascesa dei titoli finanziari dovuta all'euroconvergenza, gra-



zie alla quale, nel quinquennio 1996-2000, la borsa italiana ha realizzato la terza miglior performance all'interno del campione, pur risultando la penultima per tasso

di crescita dell'economia. In tempi recenti, il rilevante peso del settore finanziario è stato invece fonte di amare delusioni. Per rispondere alla domanda su dove andrà il mercato azionario italiano non bisogna quindi interrogarsi soltanto sul futuro dell'economia, ma essere consci che anche l'andamento del settore finanziario italiano e internazionale avrà su di esso un impatto non trascurabile. Tale legame sfugge ai commentatori che associano il modesto andamento del listino negli ultimi mesi solo alla grave crisi, non solo economica, ma anche politica e morale, che ha colpito il Paese. Per dimostrare che tale crisi può spiegare solo in piccola parte l'andamento della borsa italiana è stato condotto un esperimento sull'indice del mercato azionario tedesco, espressione del Paese che rappresenta al meglio l'idea di solidità e crescita. A partire dal 30 aprile, ossia dal momento in cui l'acuirsi della crisi greca ha riportato il settore finanziario nell'occhio del ciclone, abbiamo calcolato l'indice azionario Germany All Share, attribuendo ai settori tedeschi il peso che questi hanno sull'indice italiano Ftse-Mib. Appare evidente che a zavorrare il mercato italiano è stato essenzialmente il settore finanziario e non la minor dinamicità dell'economia italiana. Anzi, a livello di singoli settori, le performance dei titoli italiani sono per lo più paragonabili a quelle dei loro omologhi tedeschi. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi della Borsa e Associati sim