

SETTE IDEE I mercati temono il flop in Europa ma sottovalutano i rischi negli Usa. Almeno sul fronte obbligazionario. Mentre per le azioni, che già hanno dato molto, Wall Street resterà un faro. Grazie ai profitti delle grandi corporation

In guardia dal bluff di Ben

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

La fine dell'anno è il momento in cui tradizionalmente si disegnano le strategie per la nuova stagione. Ecco alcune idee in forma di tesi che potrebbero aiutare l'investitore a prendere le decisioni più corrette nei prossimi mesi.

Tesi 1. L'economia mondiale è ripartita. Lo dicono le statistiche macroeconomiche, ma anche i bilanci aziendali che stanno rivelando ottimi profitti, in molti casi già vicini ai livelli precedenti la crisi. Certo la ripresa non è omogenea, risulta più sostenuta in taluni luoghi e in certi settori ma non vi è nulla di straordinario: quando mai, infatti, la ripresa del ciclo economico si è rivelata omogenea? Gli investitori devono quindi sapere che l'economia globale e gli utili delle società probabilmente cresceranno ancora nel corso del 2011 e del 2012.

Tesi 2. Alcuni sostengono che questo sia il miglior momento (da decenni) per acquistare azioni. Le cose non stanno proprio così. La sottovalutazione che si poteva osservare nel marzo del 2009 è stata infatti riassorbita ed è sufficiente osservare nella tabella le performance che, da allora, hanno realizzato i mercati azionari per capire che il momento migliore per entrare nell'azionario è alle spalle. Il fatto che negli Usa il dividend yield delle azioni eguagli oggi il rendimento dei titoli di Stato è irrilevante; l'eguaglianza fra un rendimento reale (dividend yield) e uno nominale (quello dei titoli di Stato), lungi dall'essere una buona notizia, denota normalmente attese di deflazione. Tali timori sono oggi infondati, visto che il basso rendimento delle obbligazioni è il risultato dei massicci acquisti di titoli da parte della Fed, ma comunque questo non rappresenta un segnale bullish per le azioni.

Tesi 3. Nonostante le ultime considerazioni, il rapporto prezzo



utile dei principali mercati azionari non denuncia particolari livelli di tensione: alla sottovalutazione non si è dunque sostituita la sopravvalutazione. Dunque, non dovrebbe comunque essere pernicioso acquistare adesso azioni, pur consapevoli che gran parte della corsa è già compiuta.

Tesi 4. Utili societari che si avviano verso nuovi massimi potranno condurre a nuovi massimi nei prezzi delle azioni. Il discorso vale soprattutto per gli Stati Uniti, dove i profitti delle società componenti l'indice S&P500 dovrebbero tornare ai livelli pre-crisi nel 2011, per superarli nel 2012. Un itinerario simile potrebbe seguirlo l'indice stesso, per il quale, quindi, non si possono escludere nuovi massimi storici nel corso dei prossimi 24 mesi.

Tesi 5. Con l'eccezione degli Stati Uniti, dove gli acquisti della Fed di Ben Bernanke stanno portando i prezzi delle obbligazioni su livelli eccessivi, non è vero che esiste una bolla sui mercati obbligazionari. I rendimenti del titolo decennale greco al 12%, del portoghese al 6,7%, dello spagnolo al 5,5%, dell'italiano al 4,7% e del tedesco al 3% ci sembrano segnali di mercati piuttosto efficienti nel prezzare il rischio dei diversi emittenti. Gli investitori devono quindi sapere che il mercato obbligazionario della zona euro non patisce

le distorsioni che invece si osservano al di là dell'Atlantico.

Tesi 6. Non è vero che quella europea sia la sola crisi debitoria. L'America, scegliendo la strada della monetizzazione del debito, ha solo camuffato la propria crisi: i creditori del governo Usa, infatti, possono stare tranquilli circa l'integrale rimborso a scadenza delle obbligazioni, ma devono preoccuparsi del valore che avranno i dollari con i quali verranno rimborsati. L'Europa, ispirata dal virtuosismo tedesco, impone invece agli Stati di reperire nei propri bilanci le risorse per rimborsare i prestiti, ma non è detto che i Paesi più deboli ne possano trovare a sufficienza. I creditori dei Paesi europei periferici possono stare dunque tranquilli circa il valore degli euro con cui verranno rimborsati, ma rischiano di non ottenere, a scadenza, l'intero capitale, nel caso di una ristrutturazione del debito. In pratica, però, non c'è una grande differenza fra il vedersi restituire il 100% del capitale in una moneta che ha perso il 20% del proprio potere d'acquisto o l'80% in una moneta che non ha perso alcunché. L'Europa dispone inoltre di potenziale ulteriore carta - gli Eurobond che vogliono Tremonti e Juncker - grazie alla quale potrebbe far valere la propria migliore situazione finanziaria complessiva. Come noto si tratta di una soluzione per ora assai sgradita

BORSE IN RECUPERO

Rendimento dei principali mercati azionari dai minimi del 2009 ad oggi. Indici Msci - Dati in valuta locale

◆ Mercati Emergenti	98,5%
◆ Usa	93,1%
◆ Germania	89,7%
◆ Regno Unito	81,6%
◆ Italia	73,2%
◆ Francia	70,9%
◆ Giappone	35%

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

alla Germania, ma come ha recentemente affermato al riguardo Trichet, per quanto remota possa essere tale eventualità «non si dovrebbe mai dire mai». Gli investitori devono quindi sapere che il mercato sovrastima la gravità della crisi europea e sottostima quella della crisi Usa.

Tesi 7. Su alcuni mercati azionari si osservano ancora rendimenti attesi di una certa consistenza (ossia rapporti prezzo/utile molto bassi): si tratta di quei listini che sono stati più penalizzati dal crollo seguito al fallimento di Lehman Brothers e, successivamente, dalla crisi debitoria europea. Il mercato italiano è uno di questi, perché è stato affossato, in entrambe le circostanze, dalla rilevante presenza di titoli bancari e assicurativi. D'altro canto, Piazza Affari, sempre in virtù della peculiare composizione settoriale, sarà ancora per un po' di tempo alla mercé delle bufere scatenate dal periodico riacutizzarsi della crisi finanziaria che, come detto, non è ancora del tutto risolta. Gli investitori devono quindi sapere che, rinunciando alle azioni italiane, attenuano notevolmente la volatilità prospettica del proprio portafoglio, ma ne riducono contestualmente anche il rendimento atteso nel lungo termine. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi di Cellino e Associati sim