



BORSE I principali mercati azionari, Wall Street, Londra e Francoforte in testa, sono prossimi al test dei massimi storici. Milano è molto più indietro ma il rafforzamento patrimoniale e il previsto miglioramento degli utili delle banche potrebbero accelerare il recupero degli ultimi mesi

Piazza Affari in agguato

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

Il 9 marzo del 2009 i mercati azionari raggiunsero, al termine di una spaventosa discesa a rotta di collo, i minimi dallo scoppio della crisi finanziaria. Tutto era iniziato nel tardo 2007, sull'onda dei primi scricchiolii che giungevano dal sistema finanziario Usa; un anno dopo, a causa del fallimento di Lehman Brothers, la discesa aveva subito una tragica accelerazione. Chi ha vissuto l'atmosfera apocalittica che soffocava i mercati all'inizio del 2009 ha certamente qualcosa da raccontare ai propri nipoti. La fine del capitalismo e della stessa società industriale erano, in quel periodo, normale oggetto di conversazione a tutti i livelli: dai tranquilli dopocena familiari sino ai più sofisticati convegni scientifici. Coloro che, come noi, non credevano nell'imminente collasso del sistema finanziario internazionale erano in quei giorni un'esigua minoranza. L'eredità di paura e diffidenza che hanno consegnato quelle giornate è tale che molti investitori non si sono probabilmente accorti di quanta strada i mercati hanno fatto da allora. È difficile indivi-

duare un mercato azionario che, a partire da quei minimi, non abbia offerto agli investitori un sostanziale raddoppio. Guardando agli indici Morgan Stanley convertiti in euro e con dividendi reinvestiti, l'unica eccezione che si riscontra fra i principali listini è quella del Giappone che, dai minimi del 2009, ha realizzato una performance di solo il 30%. I mercati emergenti, cresciuti del 122%, sono stati i migliori, ma anche l'Europa, avanzata del 93%, non ha certamente deluso, mentre le azioni Usa sono state solo parzialmente danneggiate dalla debolezza del dollaro, realizzando un rendimento dell'80%. Tutt'altro che trascurabile, benché inferiore alla media, la performance del 90% realizzata dalla borsa italiana. Ma non è guardando alle performance dei mercati che si scoprono i dati più sorprendenti: in fondo è naturale che, dopo una pesante discesa, si torni a salire con una certa decisione. È invece il livello raggiunto dai prezzi delle azioni che potrebbe sorprendere non pochi investitori: molti mercati azionari si sono significativamente riavvicinati ai propri massimi storici e, fra questi, ve ne sono alcuni assai importanti.

Per apprezzare nel modo migliore questo fenomeno osserviamo sempre gli indici Morgan Stanley, questa volta, però, in valuta locale e senza tener conto dei dividendi. La tabella mostra, per ciascun indice, la crescita dei prezzi necessaria per ritornare sui massimi del 2007. Come si può osservare, gli Usa, il Regno Unito e i Paesi Emergenti sono a un passo da quei massimi (che coincidono con i massimi storici); anche la Germania è molto vicina, la Francia si trova in una posizione intermedia, mentre l'Italia è ancora molto indietro. È assai probabile che l'attuale ciclo di rialzo condurrà alcuni mercati a raggiungere e superare i precedenti massimi. Gli Usa, per esempio, ma il discorso vale anche per quei Paesi che, in questo momento, sono più avanti nel percorso di avvicinamento. Tale risultato, peraltro, non verrebbe raggiunto a costo di una particolare sopravvalutazione, poiché si prevede che gli utili delle società quotate in Francia Germania Regno Unito e Stati Uniti raggiungano nuovi massimi già nel 2012/2013. Che dire invece dell'Italia? Una parte rilevante del listino è composta da titoli bancari: le banche italiane non hanno subito gra-

vi danni dalla crisi finanziaria e, grazie alla ripresa del ciclo economico e al rialzo dei tassi, i loro profitti dovrebbero tornare a crescere a ritmo sostenuto, ma il ritorno sui massimi potrebbe non essere così vicino, ostacolato dai nuovi requisiti patrimoniali che ne limitano la redditività. Dunque i prezzi dei titoli bancari italiani non rivedranno tanto presto nuovi massimi e, con essi, neanche l'indice azionario.

Il grafico rappresenta gli utili per azione di alcuni importanti mercati azionari: Francia, Germania, Regno Unito e Usa sono prossimi a superare i massimi del 2007, mentre per quelli del mercato italiano bisognerà pazientare ancora un po'. A meno di non assistere alla formazione di una nuova bolla speculativa, quindi, per brindare ai nuovi massimi di Piazza Affari occorrerà attendere ancora qualche anno. Ciò non toglie che il mercato italiano sia uno dei più promettenti, poiché eccessivamente penalizzato l'anno scorso dai timori circa la tenuta della finanza pubblica italiana. Tali timori si sono abbattuti sulle quotazioni dei titoli azionari del settore finanziario, banche e

assicurazioni, nei cui attivi sono presenti ingenti quantità di titoli del debito pubblico italiano. Il progressivo allentamento di queste paure è ben rappresentato dall'andamento del premio per il rischio pagato dal Btp decennale rispetto all'omologo titolo tedesco: lo spread fra i rendimenti dei due titoli risulta in calo dopo i massimi toccati nel novembre dell'anno scorso. Come si può vedere dal grafico, però, il processo non è privo di interruzioni, che spiegano appunto anche l'elevata volatilità del listino italiano. Nei prossimi mesi, quindi, Piazza Affari dovrebbe confermare la buona performance che, da inizio anno, lo colloca fra i migliori a livello globale. La prosecuzione della fase di crescita dovrebbe trovare sostegno, come detto, nei titoli finanziari (banche e assicurazioni) che beneficerebbero del progressivo allentamento delle tensioni sul debito pubblico italiano, ma anche in quelli di altri settori che risultano comunque sottovalutati. I titoli quotati in Italia dei settori delle utility e dell'energia, i telefonici e i cementieri hanno ancora spazio per crescere poiché ancora fortemente sottovalutati. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile
ufficio studi Cellino sim