

SCENARI La Bce e la Federal Reserve hanno sfoderato le armi a loro disposizione. La prima per salvare l'euro, la seconda per dare una spinta all'economia Usa ancora troppo debole. E ora le borse, specie quelle europee, possono tornare a volare. Alla faccia degli scettici

Accoppiata vincente

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

L'estate del 2012, che molti temevano dovesse portare sui mercati sconvolgimenti simili a quelli dell'anno precedente, ha invece finalmente regalato un po' di quiete ai nervi degli investitori. Il contributo principale è stato offerto da Mario Draghi, presidente della Bce, che, dopo averne ventilata il 26 luglio la possibilità, il 6 settembre ha annunciato l'intenzione di acquistare, sotto particolari condizioni, titoli del debito pubblico dei Paesi in difficoltà che chiederanno l'attivazione dello scudo antisprea. È nota la diffidenza dell'opinione pubblica tedesca nei confronti delle misure annunciate da Draghi, diffidenza che in Jens Weidmann, presidente della Bundesbank, assume le caratteristiche di una vera e propria ripugnanza, nel nome dell'ortodossia monetaria che la Banca centrale tedesca predica da quando la Germania ha conosciuto, negli anni 20 del secolo scorso, il dramma dell'iperinflazione. I tedeschi potranno forse trovare un po' di conforto nell'osservare che il tasso di cambio dell'euro ha segnato un importante minimo contro il dollaro (e le altre principali valute), iniziando a rafforzarsi in coincidenza con l'annuncio di Draghi. Non

vi sono
dun-
que

LA DISTANZA DELLE BORSE DAI MASSIMI

Differenza fra le attuali quotazioni di alcuni mercati azionari internazionali e i rispettivi massimi degli ultimi 15 anni (Indici Msci price in valuta locale)

FRANCIA	-44,7%
GERMANIA	-37,3%
ITALIA	-62,6%
SPAGNA	-51,2%
REGNO UNITO	-15,1%
USA	-8,2%
GIAPPONE	-60,3%
BRASILE	-30,0%
CINA	-48,3%
INDIA	-21,1%
RUSSIA	-50,8%

Fonte: FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

RAPPORTO PREZZO/UTILE ALLA SHILLER

P/e Shiller

ITALIA	7,8
FRANCIA	11,2
GERMANIA	15,1
SPAGNA	9,5
REGNO UNITO	11,2
GIAPPONE	19,8
USA	21,4

Robert Shiller, economista dell'università di Yale, Divide il prezzo delle azioni di borsa per la media degli ultimi dieci anni dei profitti aziendali

Fonte: FactSet, Shiller

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

sui mercati timori di inflazione, nonostante i possibili acquisti di titoli di Stato spagnoli e italiani da parte dell'istituto di Francoforte.

Del resto, quanto possono valere gli ipotetici e morigerati acquisti di Draghi, che sono condizionati a severe politiche di bilancio e persino sterilizzati, se confrontati con quelli che giovedì 13 ha annunciato Ben Bernanke dando vita al terzo round dell'allentamento quantitativo (QE3)? Quelli della Federal Reserve, infatti, saranno acquisti incondizionati, non sterilizzati e che si protrarranno a tempo indeterminato, sino a quando «la crescita non sarà migliorata a sufficienza». Se infatti Draghi ha dovuto giustificare il proprio operato con complesse e, a nostro giudizio, non sempre convincenti argomentazioni circa l'esogenità di una parte dello spread, al suo più fortunato collega americano è bastato invocare la necessità di rinvigorire la crescita economica: obiettivo che, come noto, rientra fra quelli che la Fed, a differenza della Bce, deve perseguire attraverso la propria politica. È forse prematuro ricollegare il rafforzamento dell'euro al ritorno dei grandi investitori internazionali, i quali attenderanno ancora, prima di incrementare stabilmente le proprie posizioni. In ogni caso, anche altre variabili finanziarie si stanno muovendo coerentemente con un possibile allentamento della crisi: le borse salgono al traino del settore finanziario, i rendimenti dei titoli di Stato periferici scendono e quelli dei Paesi core salgono. Non è la prima volta che ciò accade, e non si può con certezza affermare che quella cui stiamo assistendo

L'ANDAMENTO DEL CAMBIO EURO/DOLLARO NEL 2012



Fonte: FactSet

sia la svolta definitiva, ma ci pare che, sia pur lentamente, l'Europa stia correggendo quelle debolezze congenite che tanti danni le hanno procurato. Peraltro, gli ultimi cui abbiamo assistito sono progressi rilevanti, che potrebbero condurre nel lungo termine all'unione fiscale e infine a quella politica, indispensabili per la condivisione di una moneta unica da parte di economie così diverse. Per quanto attiene i mercati azionari, sui quali da mesi incombono sia il timore della crisi europea sia quello del rallentamento dell'economia globale, il rimbalzo seguito al progresso realizzato in Europa potrebbe trovare presto un ostacolo nella congiuntura mondiale, che appare in progressivo deterioramento. Alcuni aggiungono che il possibile rallentamento del ciclo economico, manifestandosi in coincidenza con i massimi storici dei listini azionari, risulterebbe particolarmente pernicioso per le borse.

Questa affermazione non è condivisibile poiché solo pochi mercati possono realmente dirsi prossimi ai rispettivi massimi. La tabella in pagina mostra che, a eccezione

di Usa e Regno Unito, i principali listini azionari, sia pure in presenza di ragguardevoli differenze, si trovano tutti piuttosto lontani dai massimi degli ultimi anni. Non è quindi un caso che importanti case di investimento comincino a indicare come vincente, nel lungo termine, l'investimento in azioni della zona euro, i cui prezzi, così lontani dai massimi, se confrontati agli utili storici promettono rendimenti futuri molto elevati. Non solo: le analisi citate guardano alla zona euro come media di tutti i Paesi che la compongono, ma è evidente che il maggior contributo alla sottovalutazione è fornito dai paesi periferici, ossia da quelli più lontani dai massimi. Non sarà sfuggito che il raffronto fra prezzi attuali e utili storici, ben rappresentato dal rapporto prezzo/utile alla Shiller (calcolato sugli utili medi degli ultimi dieci anni) di cui diamo alcuni esempi in tabella, ha una valenza predittiva dei

rendimenti futuri nella misura in cui gli utili medi storici siano destinati a ripetersi. La crisi europea del 2011-2012, come quella originata dai mutui sub-prime nel 2008, si è rivelata talmente profonda da mettere in dubbio anche certezze consolidate, come la capacità delle aziende di tornare a offrire utili in linea con quelli passati: un'ipotesi prudente, che non contempla la possibilità, storicamente fondata, che gli utili nel tempo crescano, ma che si limita a proiettare nel futuro il mantenimento dello status quo. Dunque, se si ha fiducia, e noi l'abbiamo, nella capacità della zona euro di risolvere la crisi e di darsi un assetto complessivo capace di offrire opportunità a tutti i Paesi aderenti, allora i bassi multipli che oggi si osservano rappresentano davvero un indice di forte sottovalutazione, visto che, in questo caso, il ritorno dei profitti al livello delle proprie medie storiche non rappresenterà un problema per le aziende del Vecchio Continente. (riproduzione riservata)

*presidente Cellino

e associati Sim

**responsabile Ufficio Studi

Cellino e associati Sim



Ben Bernanke



Mario Draghi