

Gli investitori guardano la metà vuota del bicchiere

di **Oliviero Lenzi*** e **Silvio Olivero****

È cosa nota che i mercati finanziari, nel breve termine, non brillino per razionalità: la storia delle borse è ricca di vicende che lo testimoniano e non vi è certamente motivo per doversene stupire. Se esiste una qualche forma di efficienza dei mercati, ossia se questi sono in grado di esprimere prezzi delle attività coerenti con i loro fondamentali, questa va infatti ricercata nel lungo termine e non nelle oscillazioni di settimane o mesi.

Pensiamo che in questi giorni si stia concretizzando una situazione che potrebbe rientrare fra i paradossi di mercato: il ribasso generalizzato che coinvolge tutti i principali listini azionari internazionali da oramai alcune settimane è infatti per lo più spiegato dagli analisti invocando cause antitetiche, a seconda che ci si riferisca agli Usa o all'Europa. Iniziamo la nostra osservazione dal più grande mercato azionario al mondo, vale a dire quello americano, dove la robusta crescita economica costringerà la Fed a una politica restrittiva che porterà ad ulteriori rialzi dei tassi a breve termine. Non solo, i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato, saliti oltre il 3%, stanno già anticipando la crescita dell'inflazione: tutto questo danneggia le azioni, perché, complici valutazioni elevate che ne riducono i rendimenti attesi, le espone alla concorrenza delle obbligazioni. Dunque la borsa Usa, secondo vari osservatori, patirebbe a causa di un eccesso di crescita economica, tanto che alcuni ne auspicano un rallentamento.

È che dire dei mercati europei? Crisi italiana a parte, la discesa dei listini del Vecchio continente viene comunemente spiegata come conseguenza del rallentamento della congiuntura, testimoniato dagli ultimi dati macroeconomici che sanciscono addirittura, nel corso del terzo trimestre di

quest'anno, il passaggio in negativo della variazione del pil tedesco.

Non vi è nulla di insolito nel fatto che l'Europa e l'America stiano attraversando condizioni congiunturali differenti, anche se è molto probabile che nel corso dei prossimi mesi questa asimmetria rientri, determinando un coinvolgimen-

ti puntati sul rialzo dei tassi negli Usa e sul rallentamento economico in Europa, mentre vengono ignorate sia la buona crescita dell'economia d'Oltreoceano sia la possibile reazione che la Bce potrebbe opporre al declino congiunturale europeo.

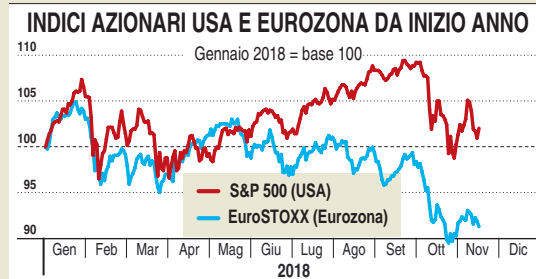
Tale reazione si potrebbe concretizzare in un'estensione del Quantitative easing, ipotesi poco probabile, o in nuove aste a lungo termine di rifinanziamento del sistema bancario, ipotesi più accreditata, cui si potrebbe aggiungere un prolungamento delle scadenze dei titoli acquistati nel corso del Qe (il cosiddetto operation twist).

Prima di comprendere se l'attuale pessimismo è giustificato dall'imminenza di una generalizzata recessione dell'economia, cosa che al momento nessun economista vede all'orizzonte, potrebbe però esserci il tempo per un cambiamento di umore dei mercati. È ovviamente difficile prevedere se tale inversione ci sarà e ancor più arduo immaginare cosa la possa determinare, ma azzardiamo un'ipotesi per una possibile, temporanea, inversione di tendenza sui mercati: le vendite del Black Friday al di sopra delle attese negli Usa. Come noto, il dato di vendita dei grandi ma-

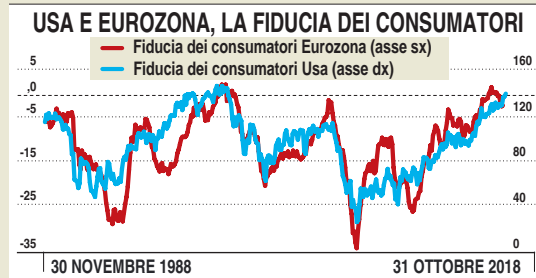
gazzini americani nel giorno che segue la festa del Ringraziamento è un importante anticipatore delle vendite natalizie e, considerato che negli Usa la disoccupazione è ai minimi e le buste paga sono notevolmente cresciute, le famiglie americane potrebbero riservarci una sorpresa positiva, contagiando con il loro ottimismo gli investitori che, su entrambe le sponde dell'Atlantico, almeno per un po', potrebbero tornare a guardare alla metà piena del bicchiere. (riproduzione riservata)

*presidente

**responsabile Ufficio Studi di Cellino sim



GRAFICA MF-MILANO FINANZA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

to degli Usa nel rallentamento europeo o, viceversa, una nostra ripartenza al traino della locomotiva a stelle e strisce. Ciò che è invece peculiare è che situazioni tanto differenti stiano determinando reazioni identiche sui mercati azionari.

A nostro giudizio una possibile spiegazione dell'apparente paradosso è data dal sentiment degli investitori, uniformemente orientato al pessimismo. Insomma, ciò che attira l'attenzione dei mercati, sia in Europa sia negli Stati Uniti è, usando una metafora efficace, la metà vuota del bicchiere.

Gli occhi di tutti gli analisti sono infat-