

I mercati correggeranno ancora?

Il punto sui listini azionari

Schema della presentazione

Mercato azionario e crescita economica negli USA

Un'analisi storica

Valutazione dei mercati azionari

Le valutazioni dell'indice S&P 500, del DJ Stoxx 600 e di alcuni listini dei Paesi Emergenti

La crisi dei mutui *sub-prime*

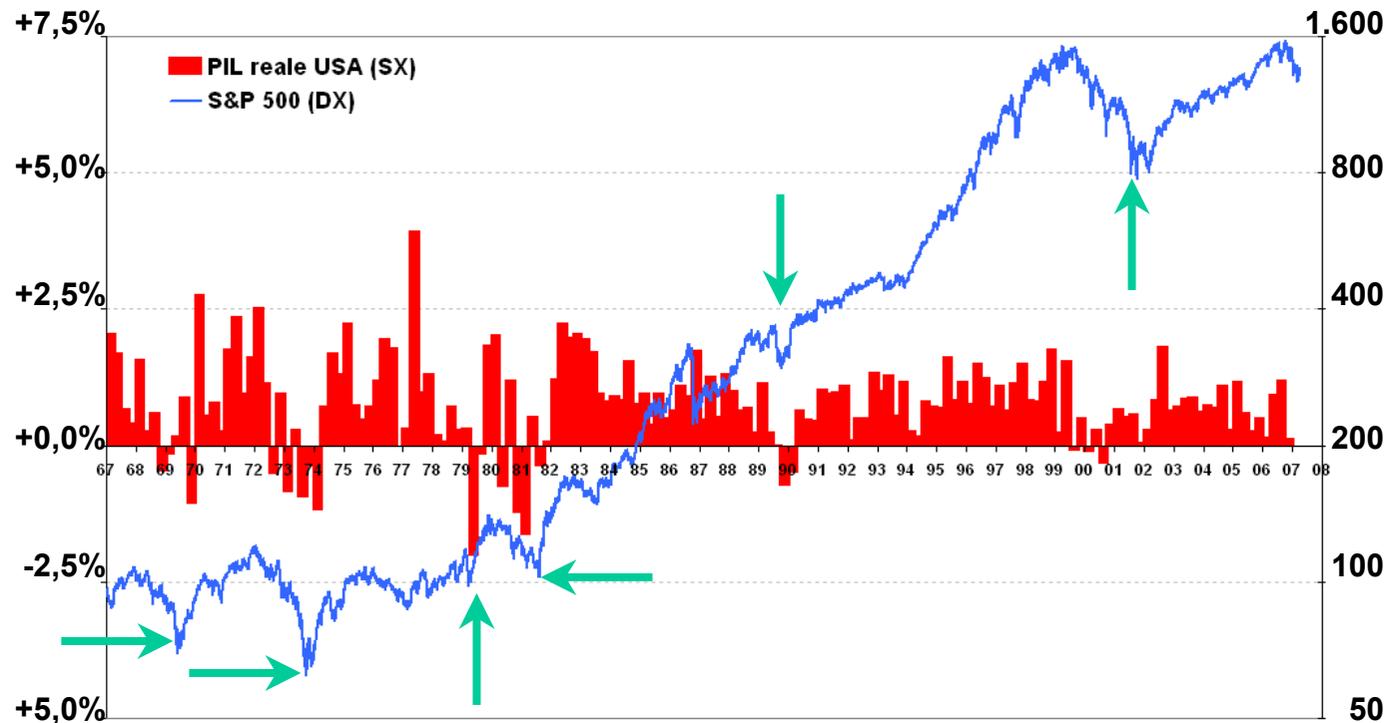
Il punto di vista del Fondo Monetario Internazionale

Conclusioni



Mercato azionario e crescita economica negli USA

L'indice S&P 500 e la crescita trimestrale del PIL USA



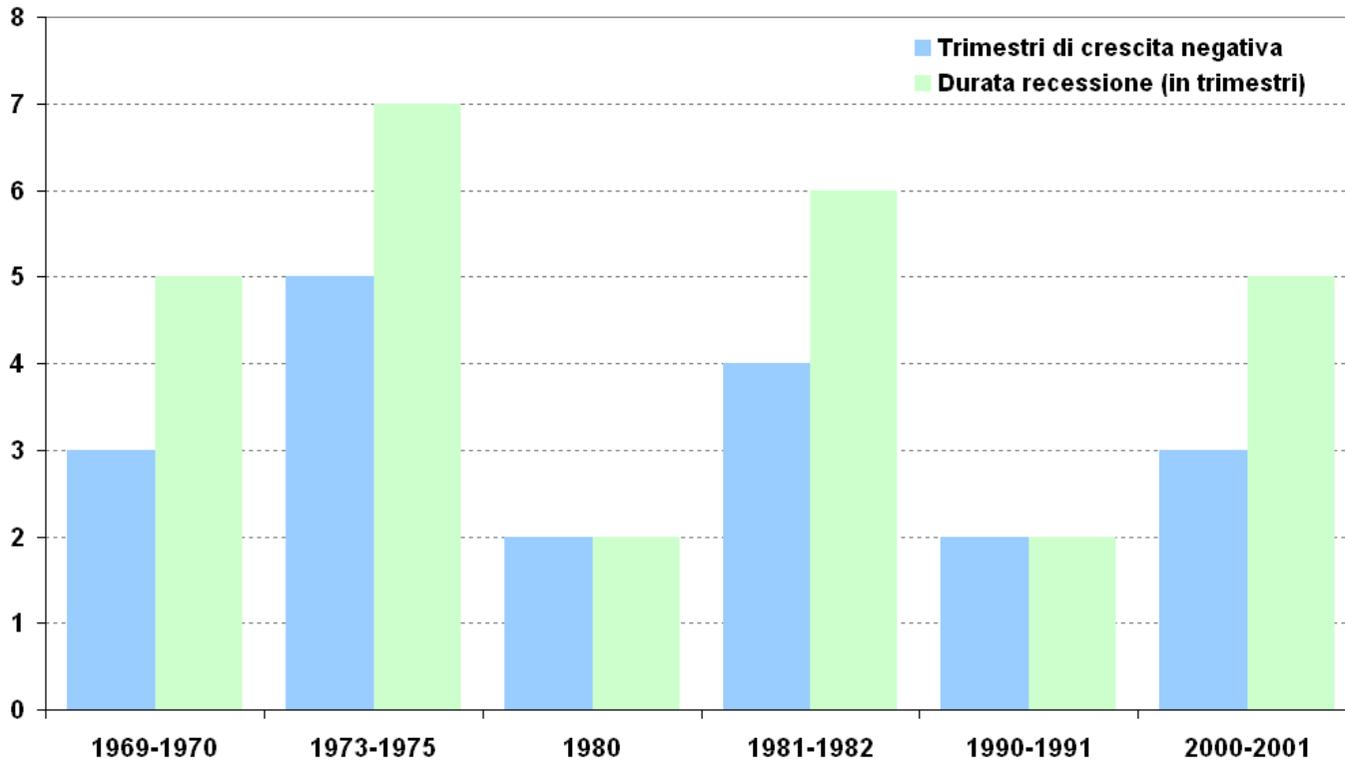
Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Negli ultimi 40 anni negli USA si sono realizzate 6 distinte fasi recessive (ciascuna delle quali composta da almeno due trimestri di crescita negativa del PIL); in corrispondenza di queste fasi l'indice S&P 500 ha avuto un comportamento così schematizzabile:

- ha realizzato un massimo prima dell'inizio della recessione;
- ha toccato un minimo nel corso della recessione (in un solo caso il minimo si è osservato a recessione conclusa).

Mercato azionario e crescita economica negli USA

La durata delle recessioni negli USA



Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Le recessioni del 1980 e del 1990 conobbero solo due trimestri di crescita negativa, quella iniziata nel 1973 si caratterizzò per ben cinque trimestri a crescita negativa.

Spesso fra i trimestri a crescita negativa se ne intermezzano alcuni a crescita positiva, così le recessioni di norma sono piuttosto lunghe.

Mediamente le recessioni sono state caratterizzate da tre trimestri a crescita negativa e sono durate poco più di 13 mesi.

Mercato azionario e crescita economica negli USA

Come già detto le recessioni sono state sempre precedute da massimi dei mercati azionari (non di rado veri e propri massimi storici) che non si sono mai realizzati con l'economia già in fase di contrazione, mentre i minimi che hanno segnato la ripresa dei mercati si sono realizzati con ancora la recessione in corso. Unica eccezione a quest'ultima regola, la recessione del 2000-2001 (che come vedremo risulta anomala sotto diversi punti di vista) il cui minimo del mercato azionario si è verificato successivamente alla recessione stessa.

Dal punto di vista delle valutazioni, per quanto riguarda i massimi non esiste una regola precisa: quattro recessioni sono state precedute da multipli superiori alla media (si osservi che il P/E medio dello S&P 500 è di circa 15), le due recessioni degli anni '80, invece, sono state anticipate da massimi caratterizzati da P/E ampiamente inferiori alla media .

Un regola generale riguarda invece il P/E osservato sui minimi: sempre inferiore a quello osservato sui massimi e, in cinque casi su sei, inferiore al P/E medio.

Anche in questo caso l'eccezione è rappresentata dal minimo successivo la recessione del 2000-2001, caratterizzato da valutazioni ancora superiori alla media.

Il rapporto P/E dell'indice S&P 500 in corrispondenza dei massimi pre-recessivi e dei successivi minimi

Recessione	P/E MAX	P/E MIN
1969-1970	22,8	12,7
1973-1975	19,0	7,8
1980	9,3	7,6
1981-1982	10,0	6,7
1990-1991	18,2	14,3
2000-2001	45,8	20,5

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati Shiller

Mediamente il P/E registrato sui minimi è risultato inferiore del 38% a quello riscontrato sui massimi.



Mercato azionario e crescita economica negli USA

Minimi dell'indice S&P 500 e recessioni

Recessione	Minimo dei mercati azionari
1969-1970	Circa sette mesi prima della fine della recessione
1973-1975	Circa sei mesi prima della fine della recessione
1980	Circa cinque mesi prima della fine della recessione
1981-1982	Circa un mese prima della fine della recessione
1990-1991	Circa sei mesi prima della fine della recessione

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

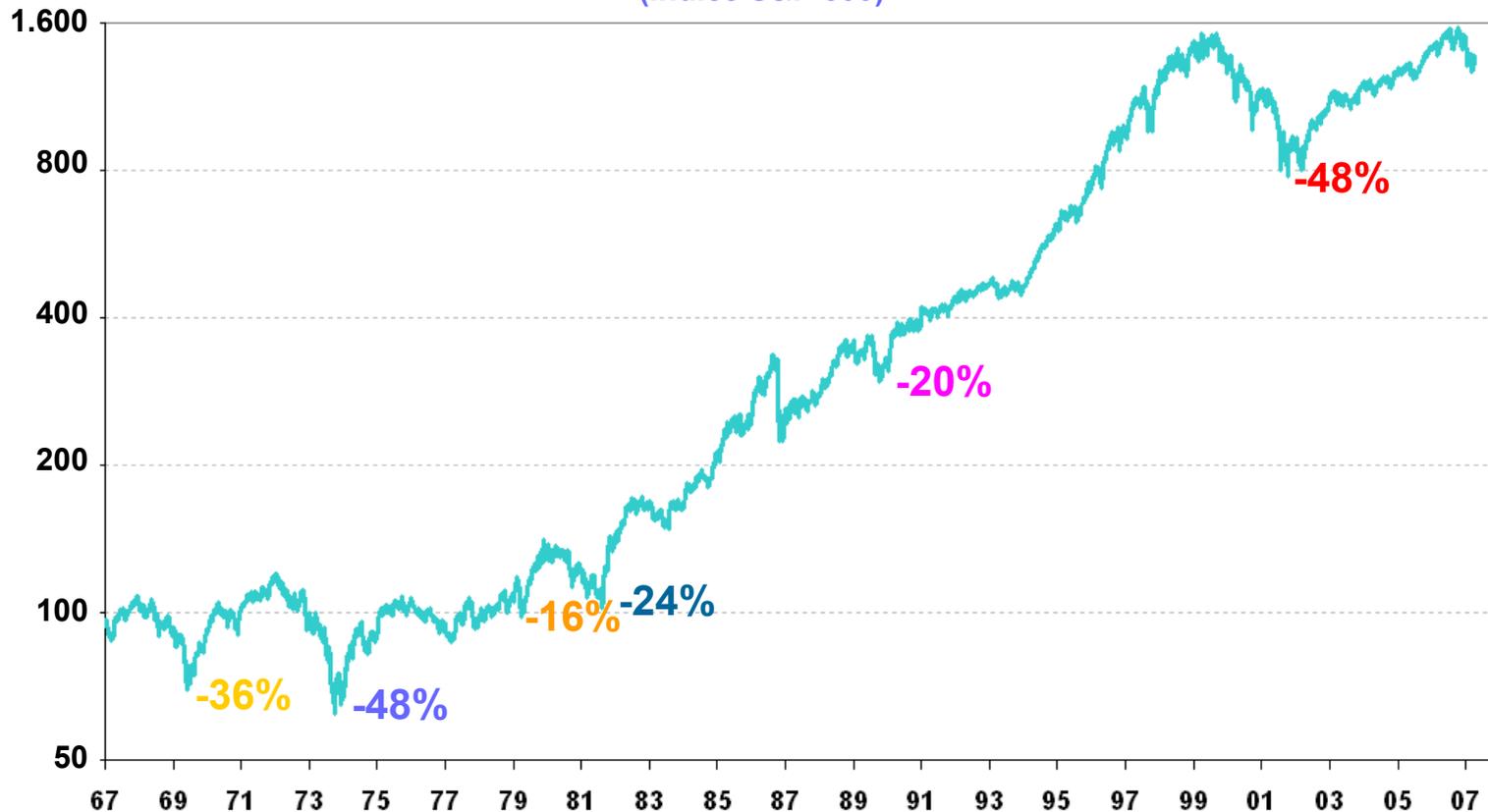
Una circostanza notevole, spesso evidenziata dagli osservatori, è rappresentata dall'anticipo con cui il mercato azionario ha realizzato il minimo rispetto alla fine della recessione.

Trascurando la già menzionata anomalia della recessione del 2000-2001 (il cui minimo fu successivo alla fine della recessione), osserviamo che l'indice S&P 500 ha sempre anticipato l'economia reale.

Sono i dati riportati in tabella che giustificano la "regola" in base alla quale la Borsa dovrebbe anticipare di circa sei mesi la fine della recessione.

Mercato azionario e crescita economica negli USA

L'entità delle correzioni conseguenti una recessione (indice S&P 500)



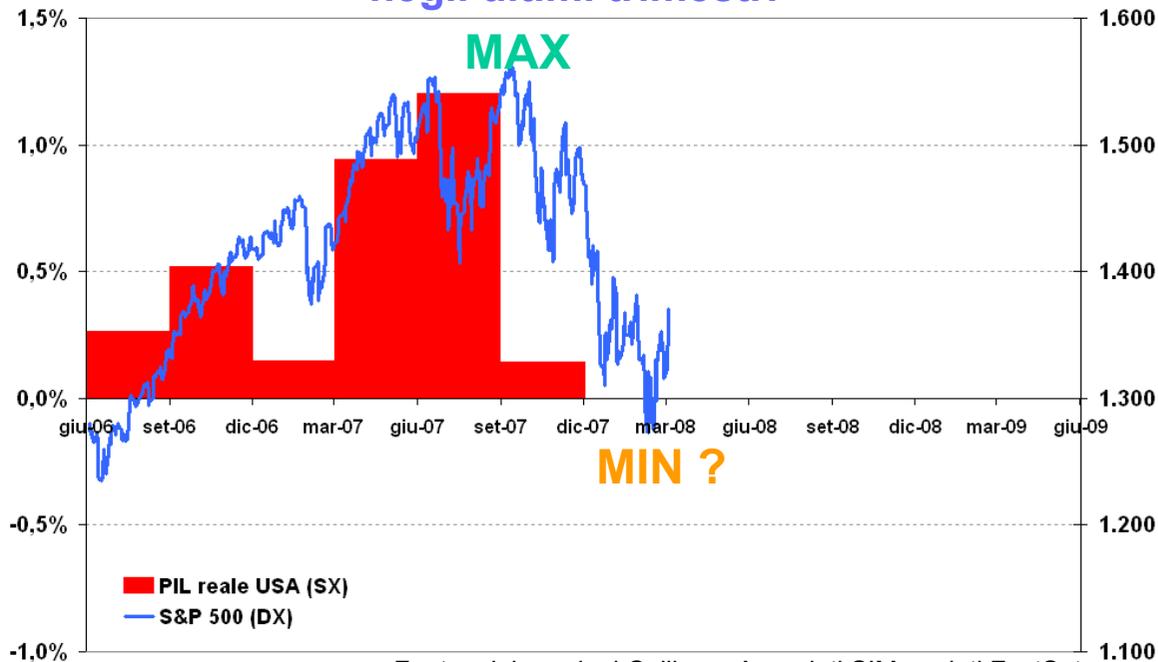
Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

La variazione fra il massimo anteriore la recessione ed il successivo minimo è stata quanto mai variabile, oscillando fra il 16% ed il 48%.

Mediamente le correzioni sono state del 32%.

Mercato azionario e crescita economica negli USA

Indice S&P 500 e crescita trimestrale del PIL USA negli ultimi trimestri



Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Il 9 ottobre 2007 l'indice S&P500 ha toccato il massimo di tutti i tempi a 1.565, iniziando da lì una discesa che ha di fatto anticipato la recessione che oramai tutti gli osservatori danno come molto probabile se non certa.

Il comportamento dell'indice, che ha raggiunto il massimo con l'economia ancora in crescita, è stato dunque coerente con quanto fatto in occasione delle precedenti recessioni.

Il 10 marzo 2008 l'indice, toccando quota 1.273, ha realizzato quello che, ad oggi, risulta essere un minimo.

Alla luce delle osservazioni sin qui svolte sull'andamento dell'indice S&P 500 nel corso delle precedenti recessioni, **quanto è verosimile che quello raggiunto il 10 marzo sia il minimo che anticipa la ripresa del ciclo economico?**



Mercato azionario e crescita economica negli USA

Confronti fra l'ipotetico minimo del 2008 e quelli che anticiparono la fine delle precedenti recessioni

	Δ Max-Min	P/E Max	P/E Min	Δ P/E
2008	-18,6%	27,8	22,0	-20,6%
Media (precedenti recessioni)	-31,9%	20,8	11,6	-38,4%

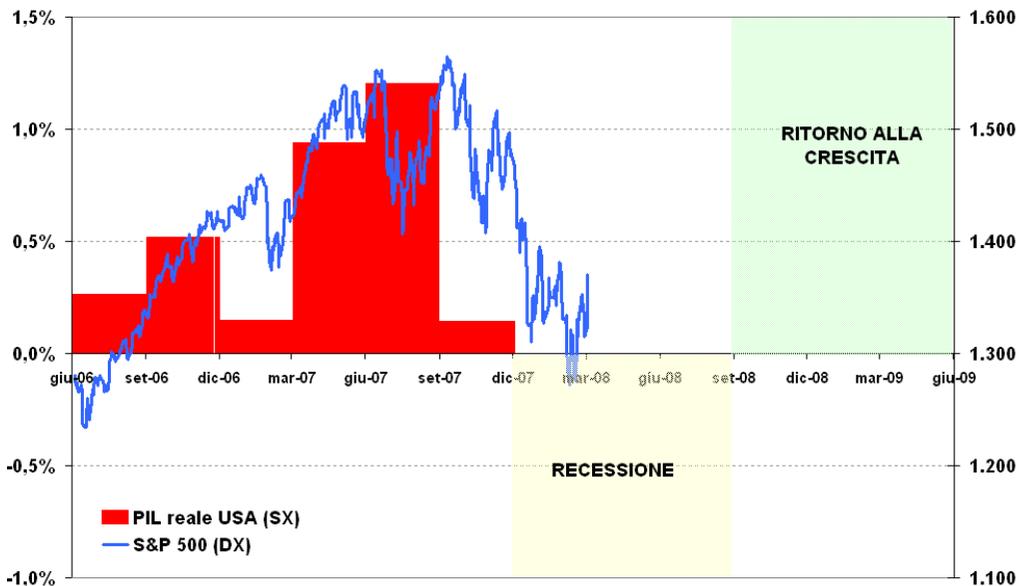
Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati Shiller FactSet

L'osservazione della tabella sembra lasciare assai poco spazio alle speranze:

- il minimo del marzo 2008 si è realizzato dopo una correzione di “appena” il 18,6%, decisamente inferiore alla media;
- il P/E osservabile in corrispondenza del minimo risulta notevolmente superiore alla media;
- la variazione del P/E, tra il valore di massimo e quello di minimo, risulta inferiore a quella media.

Mercato azionario e crescita economica negli USA

Indice S&P 500 e crescita trimestrale del PIL USA negli ultimi trimestri



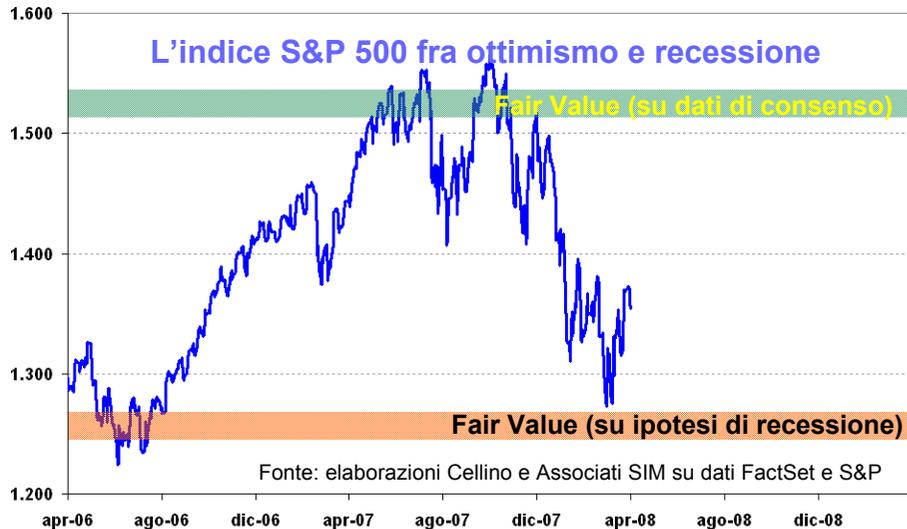
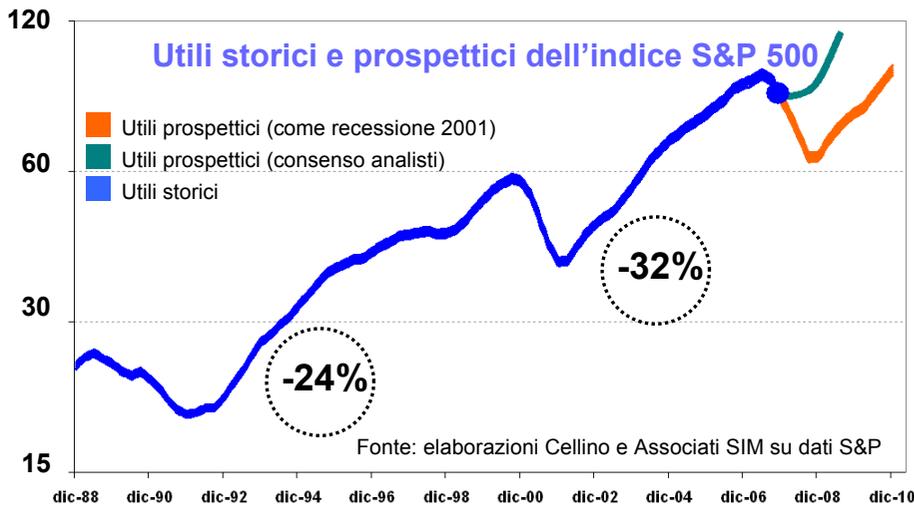
Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Esistono però due argomenti a favore della possibilità che quello di marzo sia stato un minimo:

- considerato che il mercato azionario tende ad anticipare di circa 6 mesi la fine della recessione e immaginando una recessione di tre trimestri (il 1°, il 2° e il 3° del 2008), il minimo del marzo 2008 si collocherebbe esattamente 6 mesi e mezzo in anticipo rispetto alla ripresa della crescita (si veda la figura a fianco);
- sulla base di una nostra analisi realizzata a novembre 2007 e aggiornata a gennaio, il livello toccato a marzo dall'indice S&P 500 rappresenta, con ottima approssimazione, quanto si renderebbe necessario per "scontare" uno scenario recessivo.

Nel seguito approfondiremo la seconda argomentazione, certamente quella concettualmente più robusta, ma in conclusione di questa prima parte dell'analisi possiamo concludere che, sulla base del raffronto fra l'attuale e le precedenti recessioni, **esiste la concreta possibilità che l'indice S&P 500 tocchi minimi più profondi di quelli sinora osservati.**





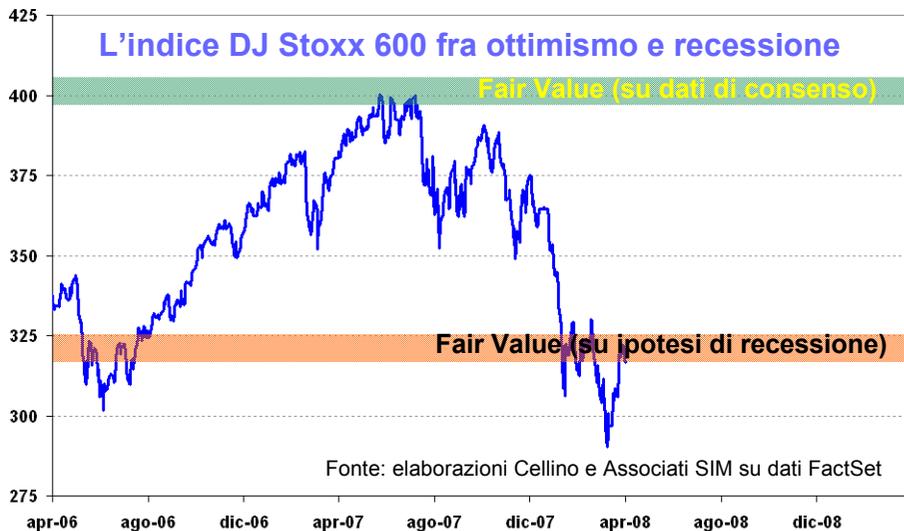
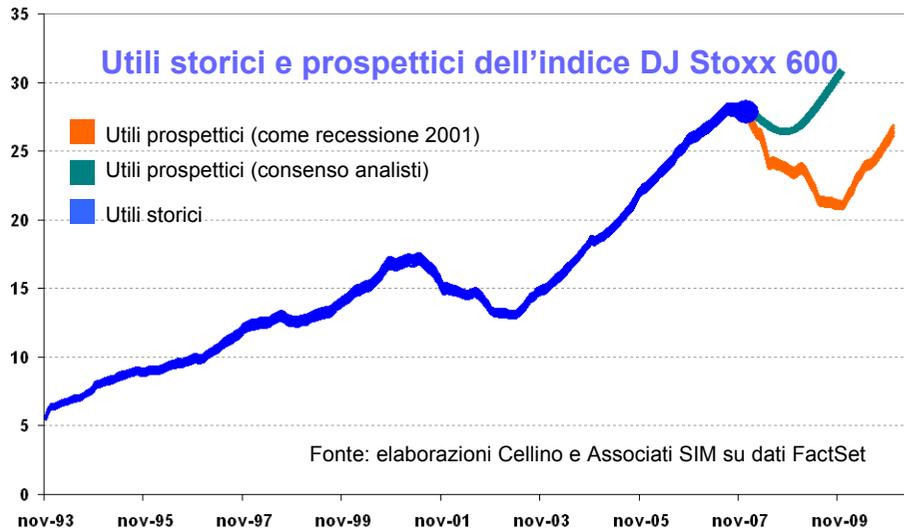
E' nostra convinzione che gli analisti continuino a sottovalutare l'attuale fase di rallentamento dell'economia, affermando che, dopo la lieve flessione conosciuta nel 2007, gli utili delle società componenti l'indice S&P 500 torneranno già nel 2008 a correre verso nuovi massimi storici (si veda il primo grafico di questa pagina).

Lo scenario proposto dal consenso degli analisti non è coerente con l'ipotesi recessiva, considerato che le recessioni hanno sempre un considerevole impatto sulla capacità delle aziende di realizzare profitti, come si può rilevare dalla curva degli utili storici in corrispondenza della recessione del 1990/1991 e di quella del 2000/2001(*).

Per questo motivo, in previsione di una caduta in recessione dell'economia USA, abbiamo immaginato uno scenario futuro degli utili simile a quello che questi conobbero tra il 2000 e il 2001.

Abbiamo poi valutato l'indice S&P 500 utilizzando il Residual Income Model applicato sia allo scenario previsto dagli analisti sia a quello recessivo: ne sono derivati due *fair value*, uno di consenso ed uno "recessivo" (si veda il secondo grafico di questa pagina).

(*) La riduzione dei profitti nei periodi di recessione è frutto di due elementi: la riduzione dei fatturati (mediamente pari alla riduzione del PIL) e la riduzione dei margini di profitto sulle vendite realizzate (dovuta al minor *pricing-power* che le aziende posseggono nei momenti di crisi). L'azione congiunta dei due fattori determina una riduzione dei profitti maggiore della riduzione del PIL.



I due grafici di questa pagina ripropongono lo stesso tipo di analisi della pagina precedente, condotta in questo caso sull'indice DJ Stoxx 600.

Le evidenti similitudini tra questi grafici e quelli relativi all'indice S&P 500, ne rendono l'interpretazione del tutto simile a quella proposta per l'indice americano.

La preferenza espressa ad inizio anno per i listini europei rispetto a quelli americani è confermata oggi da questa analisi, dalla quale si evince la valutazione più prudente dell'indice DJ Stoxx 600, attualmente su livelli "recessivi", rispetto a quella dello S&P 500, che si trovava su tali livelli prima del rimbalzo di metà marzo.



Il rapporto prezzo/utile di alcuni mercati azionari dei Paesi Emergenti

	Media	P/E (dati di dicembre 2007)	P/E (dati di aprile 2008)
Cina	12,2	22,7	17,8
India	13,8	23,9	16,8
Brasile	10,5	12,9	13,0
Turchia	18,0	11,9	9,1
Taiwan	21,2	13,1	14,1
Corea	9,7	12,9	13,3

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Per quanto concerne i Paesi Emergenti, riprendiamo l'analisi per multipli già presentata nel gennaio 2008: in quell'occasione si osservò che il rapporto prezzo/utili di molti mercati azionari dell'area emergente, calcolato prudenzialmente sulla base degli utili dei 12 mesi passati, risultava eccessivo in relazione alla media storica. **Nonostante i forti ribassi realizzati da alcuni mercati, alla luce dei dati riportati in tabella aggiornati con la medesima metodologia, continuiamo a ritenere inopportuna una forte esposizione su questi listini.**

La crisi dei mutui *sub-prime*

L'analisi dei fattori capaci di influenzare l'andamento del mercato azionario nei prossimi mesi non si può limitare al solo impatto della recessione sui listini, ma deve necessariamente prendere in considerazione anche l'altro grande tema, vale a dire **la crisi dei mutui *sub-prime***.

La crisi dei mutui *sub-prime* è peraltro strettamente legata alla recessione, essendone con ogni probabilità una delle cause, ma costituisce anche un elemento autonomo, capace di ammorbare i listini con il grande carico di incertezza che riversa sui mercati.

La crisi è infatti temuta non solo per l'effetto deprimente su investimenti e consumi derivante dal *credit-crunch* che ha causato, ma anche, e soprattutto, per la spada di Damocle costituita dalla possibile insolvenza di una grande istituzione finanziaria, e dall'effetto domino che potrebbe scaturirne.

Le autorità monetarie e politiche internazionali stanno agendo su quattro fronti per evitare che ciò accada:

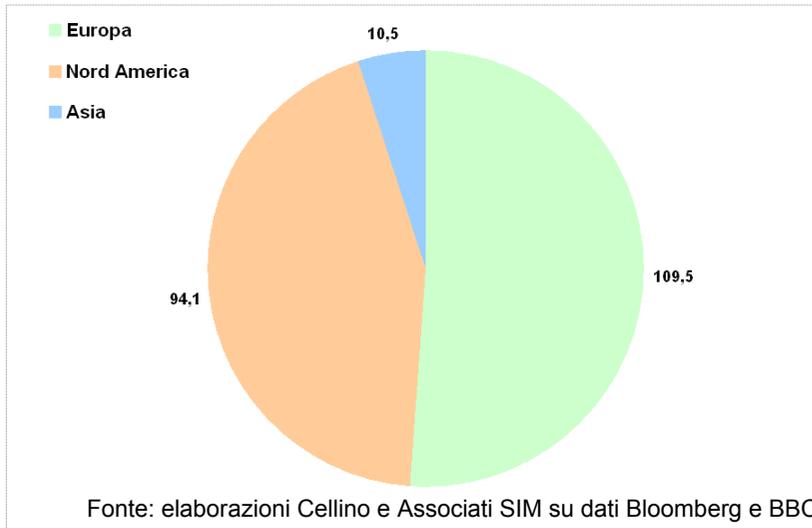
- ❑ imponenti e continue iniezioni di liquidità con cui le banche centrali garantiscono il buon funzionamento del sistema finanziario, sostituendosi di fatto all'inaridito mercato interbancario;
- ❑ nazionalizzazione degli istituti in difficoltà (come accaduto in Gran Bretagna con Northern Rock);
- ❑ acquisizioni di banche in difficoltà da parte di banche sane (come nel caso di Bear Stearns);
- ❑ ricapitalizzazione degli istituti in difficoltà, anche con il ricorso ad investitori esteri (così come accaduto nei molteplici casi di intervento dei cosiddetti Fondi Sovrani).

Questa grande profusione di energie ha certamente tranquillizzato gli operatori, limitando la diffusione del panico, ma ciò che veramente i mercati attendono è che venga posta la parola fine alla crisi, in modo da eliminare ogni residuo timore. **Quanto manca, quindi, alla fine della crisi?**



La crisi dei mutui *sub-prime*

Svalutazioni effettuate (o annunciate) dalle principali banche per effetto della crisi dei mutui *sub-prime* (miliardi di USD)



Sulla base delle nostre stime, ad oggi la crisi dei mutui *sub-prime* è costata al sistema bancario mondiale 214 miliardi di dollari, cifra non molto lontana dai 288 miliardi che il Fondo Monetario Internazionale (FMI)* ritiene sarà l'onere complessivo della crisi a carico delle banche. All'appello mancano ancora le perdite realizzate sui crediti ipotecari veri e propri, poiché, sino ad ora, l'attenzione si è concentrata prevalentemente sulle sole svalutazioni dei titoli legati ai mutui.

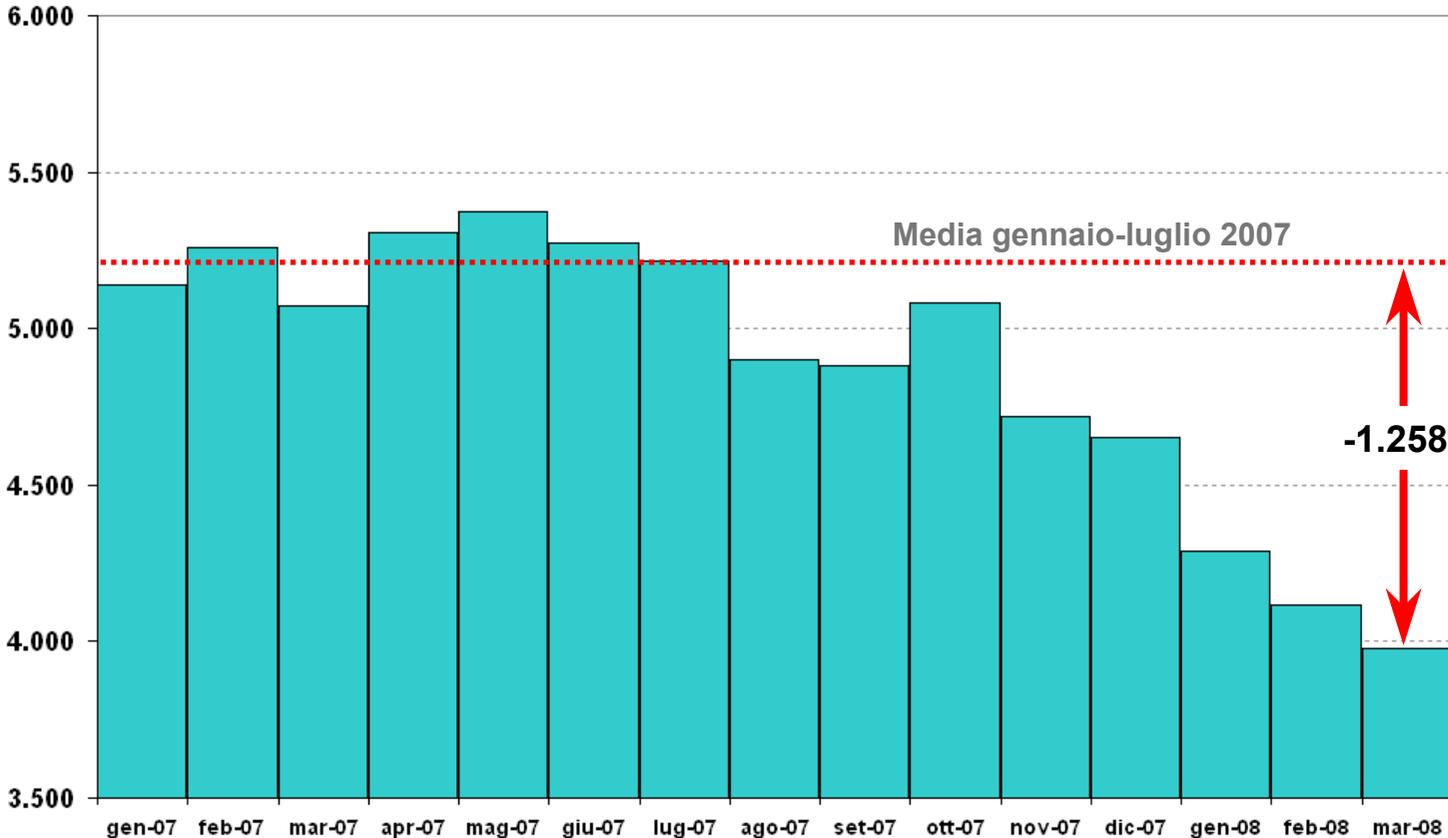
Il FMI prevede però che la crisi dei mutui di bassa qualità sia destinata a diffondersi anche ad altri ambiti, in virtù dell'indebolimento delle condizioni congiunturali, della stretta creditizia e del calo del prezzo delle case. In particolare il FMI vede possibili perdite per le banche derivanti anche dai mutui residenziali *prime*, cioè quelli di miglior qualità, ma anche dai mutui commerciali, dai finanziamenti ai consumatori e alle imprese, oltre che da tutti gli strumenti collaterali legati a queste tipologie di crediti.

In tutto il conto per le banche passerebbe dai 288 miliardi dei soli *sub-prime* a c.ca 500 miliardi, elevando, rispetto ad altre stime molto più ottimistiche, l'asticella da raggiungere per considerare scampato il pericolo e lasciando quindi ancora elevato il grado di incertezza circa la capacità del sistema di reggere l'urto della crisi.

Le perdite stimate per l'intero sistema finanziario dagli economisti del FMI ammontano a circa 945 miliardi, dovendo aggiungere, a quelli che graveranno sulle banche, altri 105-130 a carico delle compagnie di assicurazione, 90-160 per i fondi pensione, 40-140 per il settore pubblico e 110-200 da dividere fra varie altre istituzioni, fra le quali gli hedge funds.

La crisi dei mutui *sub-prime*

Capitalizzazione delle principali banche mondiali (miliardi di USD)



Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

Come si può osservare i mercati azionari hanno ampiamente anticipato le pessimistiche previsioni del FMI: il ridimensionamento dei prezzi avviato nella tarda estate del 2007 ha infatti ridotto la capitalizzazione di borsa delle principali banche mondiali di oltre 1.200 miliardi di dollari, una cifra pari a più del doppio delle perdite previste dal Fondo per il sistema bancario mondiale.

Conclusioni

Un anno fa, quando è scoppiata la crisi finanziaria ora degenerata con ogni probabilità in una recessione, le valutazioni espresse dai mercati azionari erano tutt'altro che eccessive. L'incremento dell'avversione al rischio che si è osservato sui mercati azionari e le mutate prospettive di crescita degli utili aziendali hanno così trovato una solida resistenza, tanto che **gli storni realizzati dai principali indici azionari sono stati tutto sommato contenuti, soprattutto se si tiene conto del fatto che, per descrivere la situazione venutasi a creare, molti osservatori non hanno esitato ad evocare la crisi del '29.**

Una conseguenza di questa limitata reazione l'abbiamo evidenziata nella prima parte di questa analisi, in cui confrontando il comportamento dell'indice S&P 500 in questi ultimi mesi con quello osservato nel corso delle precedenti recessioni, **abbiamo concluso che l'indice americano dovrebbe scendere molto più in basso del minimo di marzo per realizzare un movimento simile a quelli osservati nel corso delle passate crisi economiche.**

Nella seconda parte della nostra analisi abbiamo cercato una spiegazione al comportamento dei mercati e, mediante un'analisi di tipo squisitamente fondamentale, **abbiamo constatato che, in corrispondenza dei minimi di marzo, sia l'indice S&P 500 sia l'indice europeo DJ Stoxx 600 avevano pienamente incorporato una significativa riduzione degli utili e, quindi, uno scenario recessivo**, a fronte di quotazioni di partenza non elevate, dunque, si sono resi necessari storni più contenuti della media per "ripulire" i listini.

A questo bisogna aggiungere che, per quanto attiene la crisi dei mutui *sub-prime*, il suo impatto sul comparto bancario sembrerebbe già ampiamente incorporato dai prezzi dei titoli del settore, la cui capitalizzazione è scesa di una cifra pari a due volte le perdite stimate dal FMI per l'intero comparto.



Conclusioni

Se dunque i livelli di prezzo raggiunti sui minimi di marzo sono coerenti con uno scenario recessivo, una violazione al ribasso di tali minimi rappresenterebbe una reazione eccessiva; non vi sono peraltro particolari motivi neppure per avviare un significativo rimbalzo, considerato che la situazione, sia dal punto di vista macro, sia per quanto riguarda la crisi del settore finanziario, è ancora piuttosto ingarbugliata e non esiste quindi al momento alcuna ragione per allontanarsi troppo da valutazioni recessive.

In forza di questi ragionamenti condividiamo con alcuni osservatori l'opinione che i mercati possano trovarsi alla vigilia di una fase laterale, caratterizzata da fughe in avanti, motivate dall'idea che il peggio sia passato, cui si alterneranno storni, innescati dal ritorno del pessimismo, in un'alternanza di umori tipica delle fasi di crisi economica quale quella che molto probabilmente ci attende.

Quale livello degli indici potrebbe rappresentare il baricentro della prevista lateralizzazione?

Indubbiamente il livello che abbiamo definito "fair value recessivo" (coincidente con i minimi di marzo per l'indice S&P 500, di poco superiore per il DJ Stoxx 600) ha tutte le carte in regola per costituire il baricentro di tale fase di mercato.



La presente pubblicazione è stata prodotta dall'Ufficio Studi della Cellino e Associati SIM S.p.A., è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della Cellino e Associati SIM S.p.A. né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. I dati utilizzati per l'elaborazione delle informazioni ivi riportate sono di pubblico dominio e sono considerati attendibili, tuttavia la Cellino e Associati SIM S.p.A. non è in grado di assicurarne l'esattezza. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. I dati per i quali non è indicata una fonte sono frutto di valutazioni effettuate dalla Cellino e Associati SIM S.p.A. Si declina ogni responsabilità per qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Si invita a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria e se essa soddisfa le proprie esigenze. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa. La Cellino e Associati SIM S.p.A., suoi soci, amministratori o dipendenti possono detenere ed intermediare titoli delle società menzionate e, più in generale, possono avere uno specifico interesse e/o un conflitto di interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto della pubblicazione.

La Cellino e Associati SIM S.p.A. è un soggetto autorizzato dalla Consob alla prestazione dei servizi di investimento di cui al Testo Unico della Finanza.

