



## Punto di svolta per i mercati finanziari?

«There is a general sentiment, as regards a number of risk premiums, a number of features such as spreads» that « we came back to the pre-Lehman situation»

Jean Claude Trichet, 11 maggio 2009

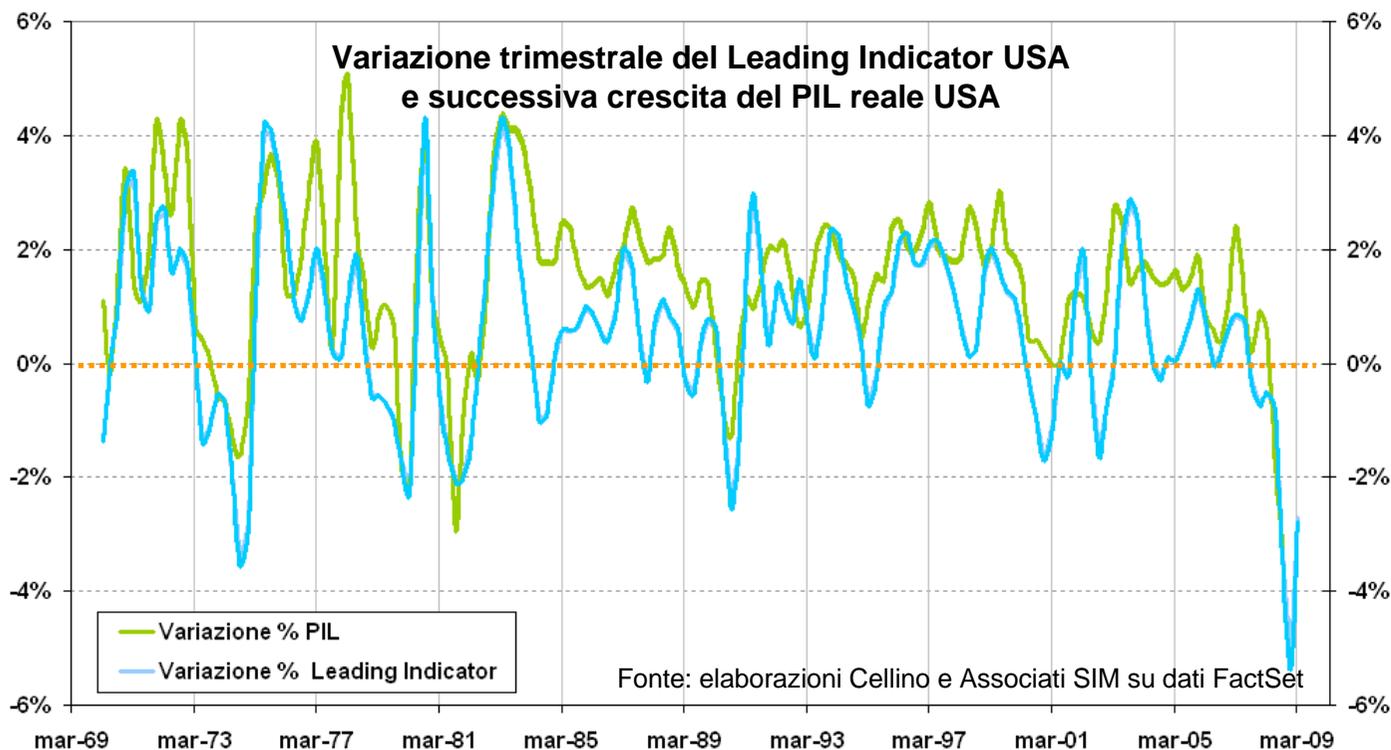
Torino, maggio 2009

## Schema della presentazione

---

- Segnali di inversione del ciclo economico negli USA
- Segnali di inversione del mercato azionario negli USA
- Il rialzo è sostenibile?
- Segnali di inversione in Eurolandia
- Lo “storno”

## Segnali di inversione del ciclo economico negli USA



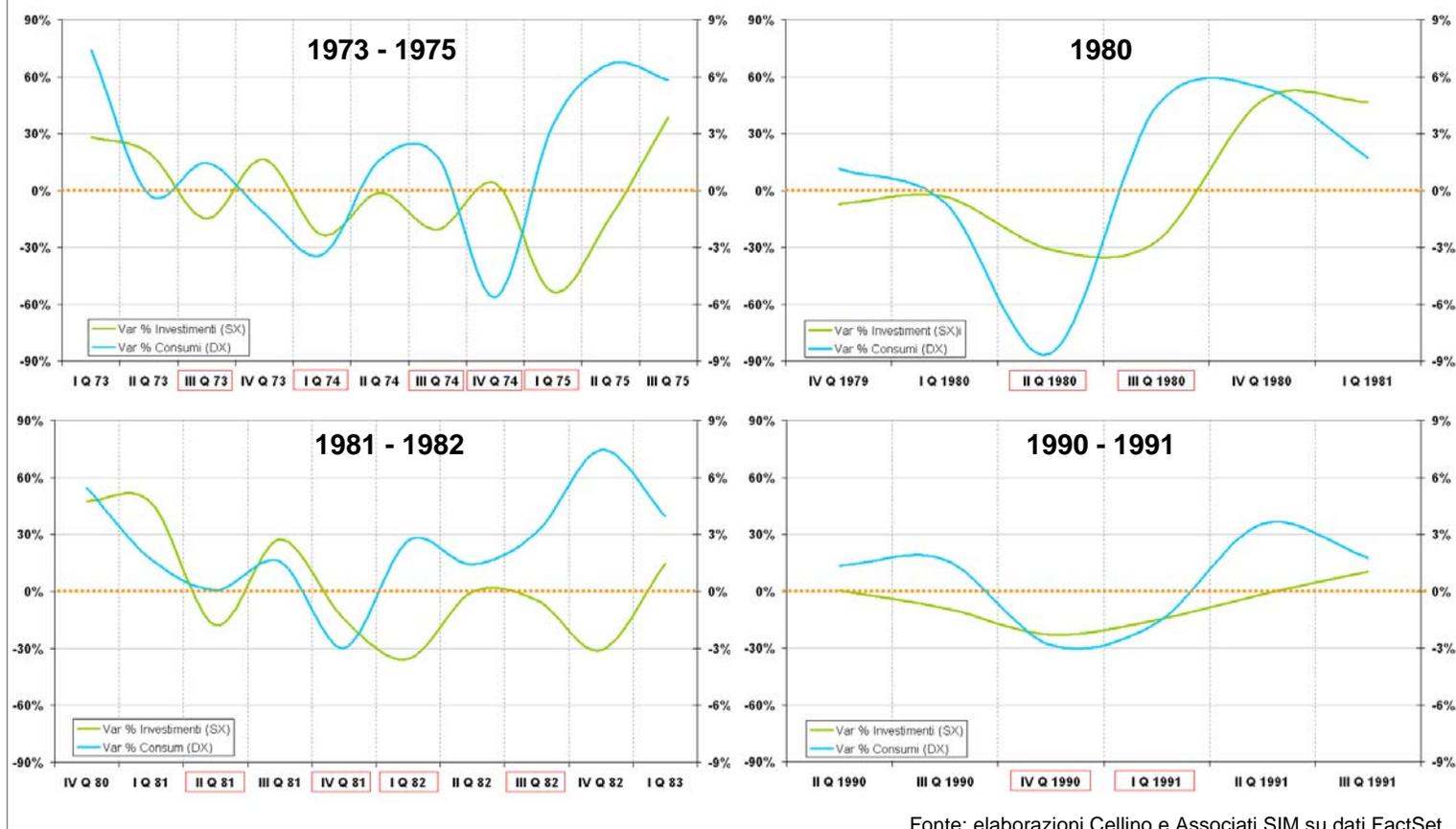
Nel corso delle ultime settimane, l'andamento di molti indicatori economici e finanziari ha evidenziato significative inversioni di tendenza. Il barometro dell'economia sembrerebbe quindi indicare per il futuro l'attenuarsi della tempesta che ha squassato il mondo nell'ultimo anno e mezzo. Occorre sottolineare che per il momento l'indicazione è nel senso di una **riduzione dell'intensità con cui sta procedendo il deterioramento delle condizioni economiche** e non di un ritorno alla crescita, ma è anche vero che il ritorno alla crescita non può che transitare attraverso una decelerazione della fase recessiva. Questa analisi si propone di presentare gli indicatori più significativi fra quelli che attualmente stanno segnalando un'inversione di tendenza, sia in campo macroeconomico, sia in campo finanziario. Lo scopo ultimo è ovviamente quello di ricavarne indicazioni utili ad orientare l'investitore

azionario.

Iniziamo la nostra elencazione con il Leading Indicator (LI) americano. Il LI è un indice realizzato dal Conference Board, è costruito combinando 10 differenti indicatori ed ha, come ben evidenziato dal grafico, una notevole capacità di individuare i punti di svolta del ciclo economico. Il LI viene calcolato ogni mese, ma sono le sue variazioni trimestrali a meglio anticipare l'andamento del tasso di crescita del PIL. Il punto di minimo del tasso di crescita del LI sembrerebbe essere stato raggiunto nel dicembre 2008, quando, rispetto a settembre, l'indice è arretrato di oltre il 5%. Il dato di marzo 2009 è risultato in declino del 2,7% rispetto a dicembre, disegnando il profondo minimo rappresentato nel grafico. Dunque, sulla base di questo semplice modello, il punto di svolta dell'economia americana sarebbe molto vicino. Non stupisce quindi che Ben Bernanke (presidente della FED) abbia recentemente dichiarato che l'economia USA potrebbe ritornare ad una blanda crescita positiva già nel quarto trimestre del 2009.

# Segnali di inversione del ciclo economico negli USA

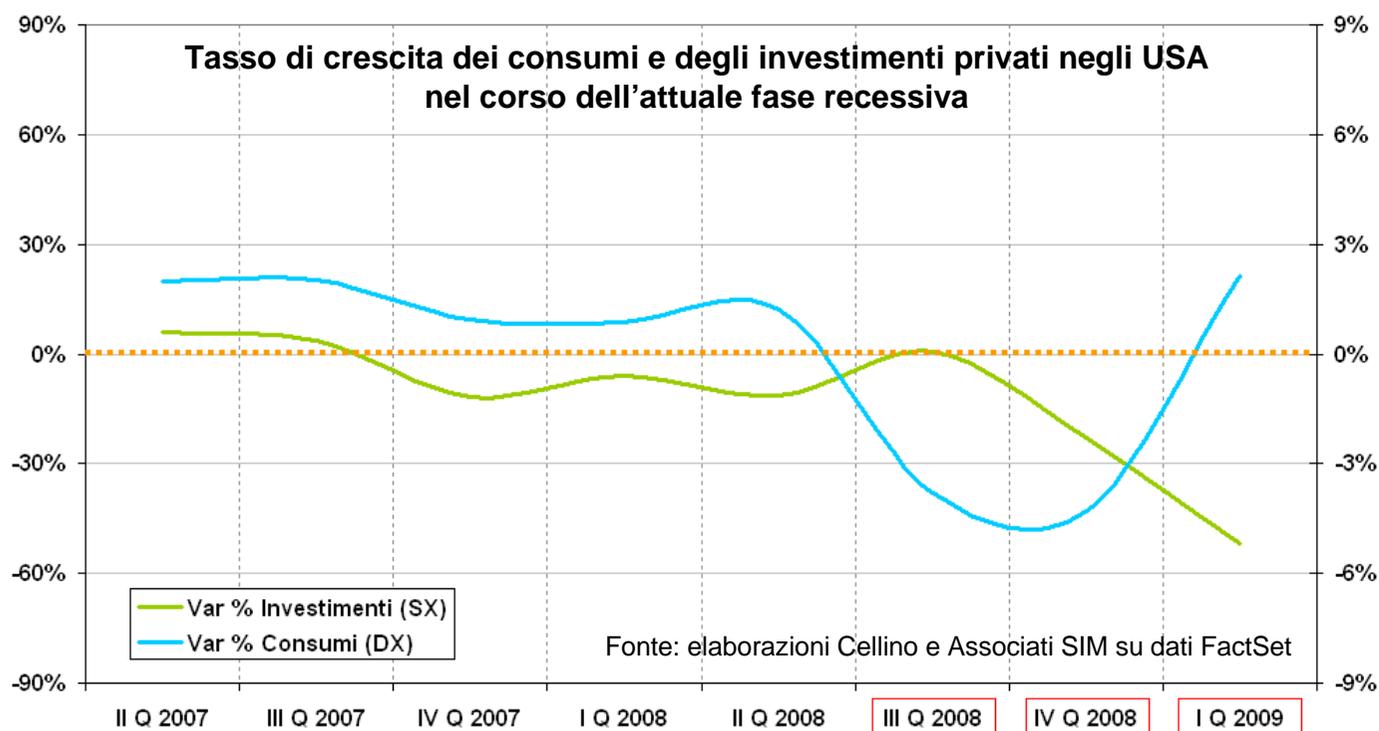
Crescita dei consumi e degli investimenti privati negli USA nel corso delle precedenti recessioni



Anche l'analisi dell'andamento delle principali componenti del PIL nel corso delle precedenti recessioni può risultare utile. Le figure rappresentano il tasso di crescita degli investimenti privati e dei consumi privati nel corso di quattro delle ultime cinque recessioni che hanno afflitto gli USA (abbiamo escluso quella del 2000-2001 che fu eccezionalmente blanda). I trimestri riquadrati in rosso furono quelli in cui la crescita complessiva del PIL fu negativa. Innanzitutto osserviamo che in due casi la ripresa fu a "V" (recessione del

1980 e del 1990-91), ossia l'economia conobbe un unico affondo per poi ritornare a crescere stabilmente. Vi sono poi due casi di ripresa a "W", in cui, ad un primo affondo e successivo recupero, ne sono seguiti altri. I grafici evidenziano inoltre una caratteristica, comune a tutte le recessioni, utile al nostro obiettivo di individuare possibili punti di svolta: la fine della recessione è sempre stata anticipata dal ritorno alla crescita dei consumi. Si tratta di una condizione che si è rivelata necessaria, ma non sufficiente, poiché, come si può osservare nel caso della recessione del 1973-75, il ritorno dei consumi ad un tasso di crescita positivo si realizzò in due momenti distinti: in occasione della fine della recessione, ma anche in occasione del temporaneo recupero avvenuto a metà recessione.

## Segnali di inversione del ciclo economico negli USA



Il grafico evidenzia un altro possibile segnale di svolta dell'attuale fase congiunturale recessiva. Infatti, nonostante il debole quadro generale delineato da un arretramento del PIL americano del 6,1%, nel corso del primo trimestre 2009 si è osservato un dato molto incoraggiante: i consumi privati, dopo due trimestri di contrazione, sono tornati a crescere al saggio del 2,2%

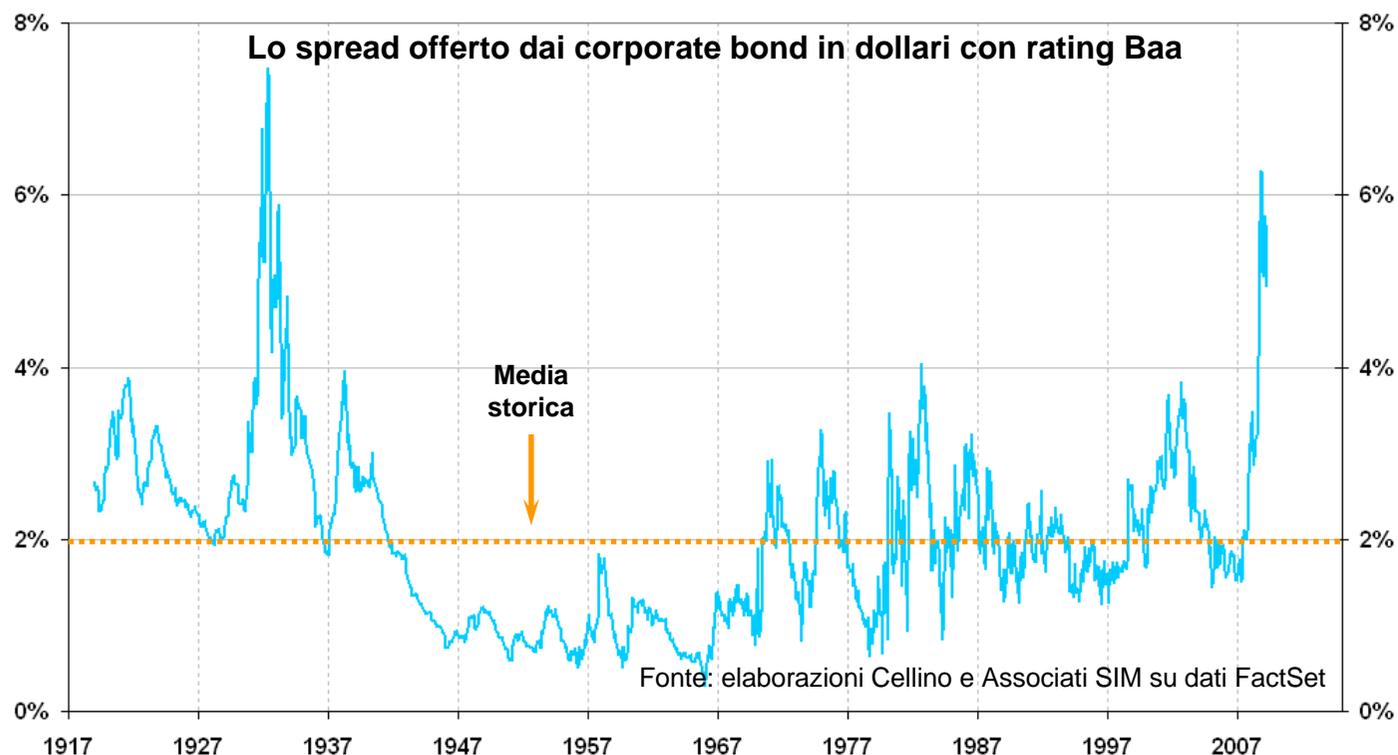
Il confronto con quanto accaduto in occasione delle precedenti recessioni farebbe quindi pensare che si stia delineando la possibilità di un ritorno alla crescita economica. Si tratterebbe quindi di un segnale coerente con quanto evidenziato dall'inversione del Leading Indicator e con le dichiarazioni di Ben Bernanke.

Si è detto in precedenza che il ritorno alla crescita dei consumi privati si è rivelata condizione necessaria, ma non sufficiente, per definire la fine di una recessione. E' dunque ragionevole immaginare a questo punto un ritorno alla crescita del PIL, ma non è altrettanto facile affermare che questa possa rivelarsi definitiva. Insomma, il dubbio che la ripresa possa assumere le sembianze di una "V" o di una "W" rimane irrisolto, mentre appare forse da scartare l'ipotesi di una "U", ossia di una prolungata recessione non intervallata da temporanee fasi di recupero.

Lo scenario a "L", di cui lasciamo ai lettori interpretare le drammatiche implicazioni, appare oggi improbabile e con esso anche la tanto temuta depressione, che, non più tardi di pochi mesi fa, molti davano per assai probabile.

Quest'ultima ipotesi appare superata dai dati provenienti dall'economia, ma soprattutto dall'avvenuta stabilizzazione del sistema bancario, la cui paralisi costituiva un ingrediente essenziale degli scenari più catastrofici.

## Segnali di inversione del ciclo economico negli USA



Spostiamo ora la nostra attenzione dagli indicatori di tipo macroeconomico, sin qui analizzati, ad uno di tipo finanziario, ossia lo spread (o differenza) fra il rendimento dei corporate bond (obbligazioni aziendali) e quello dei titoli di Stato. Si tratta in pratica del premio per il rischio pagato dalle imprese ai propri creditori. Poiché, come è ovvio, l'andamento ciclico dell'economia si riflette sulla capacità delle imprese di onorare i propri debiti, l'indicatore in questione costituisce una buona misura delle attese che il mercato nutre circa il futuro della congiuntura. Spread ridotti significano fiducia nel futuro del ciclo economico, poiché indicano che il mercato si attende condizioni economiche "buone", tali da mettere i debitori nella condizione di onorare i propri impegni. Spread elevati esprimono invece profonde perplessità

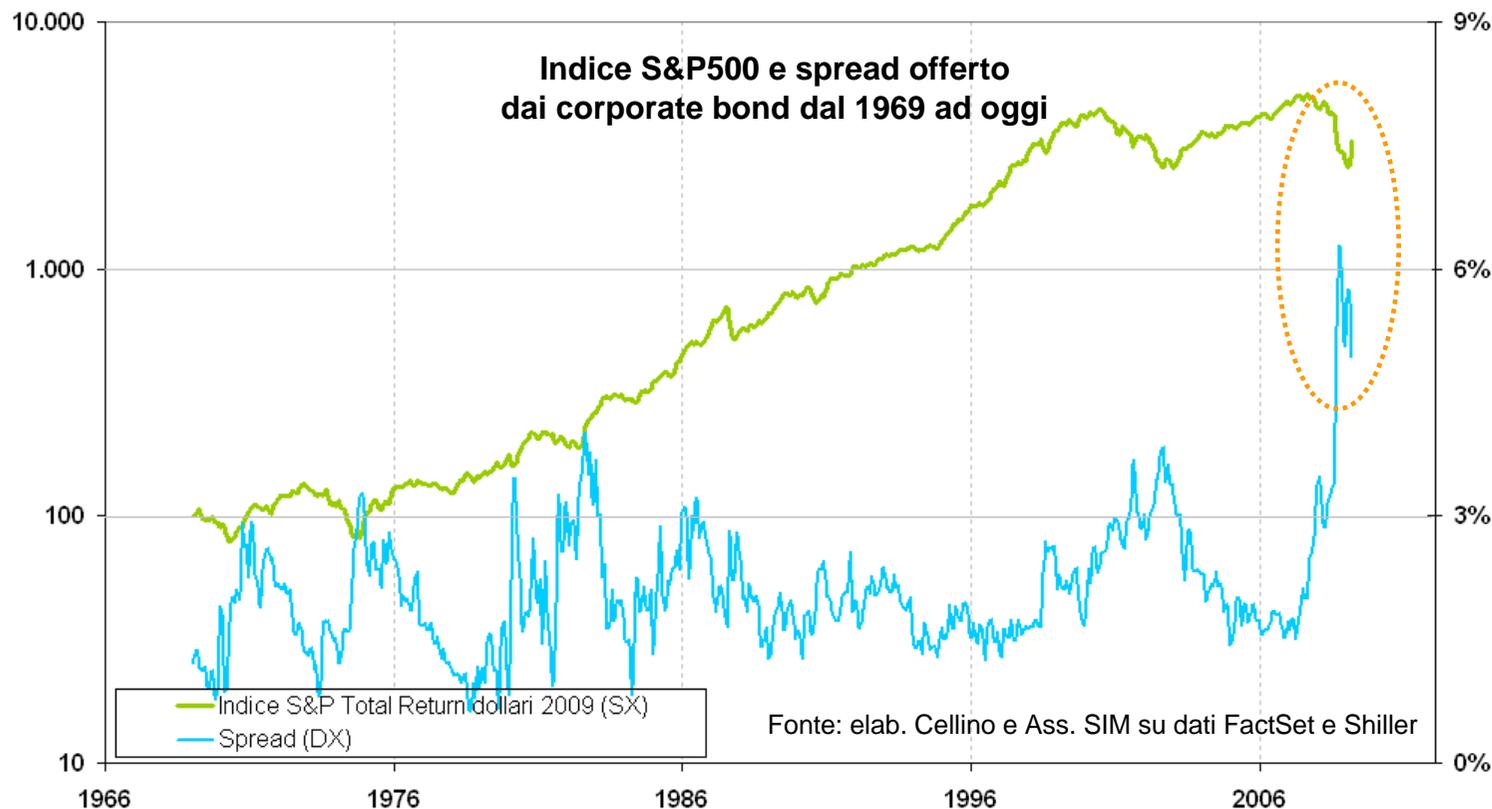
circa il futuro della congiuntura e delle aziende indebitate.

Il grafico mostra che, nel mese di novembre dello scorso anno, lo spread ha raggiunto un massimo. Molti analisti ritengono che questo possa rappresentare un massimo locale di un certo rilievo e che lo spread possa progressivamente ripiegare.

Ciò ha molte implicazioni: significa che ci potremmo trovare all'inizio di una fase di sovraperformance delle obbligazioni corporate rispetto ai titoli di Stato, ma soprattutto significa che gli operatori del mercato obbligazionario hanno iniziato a richiedere premi per il rischio via via minori. Dunque sul mercato obbligazionario si inizia ad intravedere un miglioramento delle condizioni economiche generali e quindi della capacità delle imprese di rimborsare i propri debiti.

**Possiamo quindi aggiungere un ulteriore segnale di inversione del ciclo economico all'elenco che stiamo stilando.**

# Segnali di inversione del mercato azionario negli USA



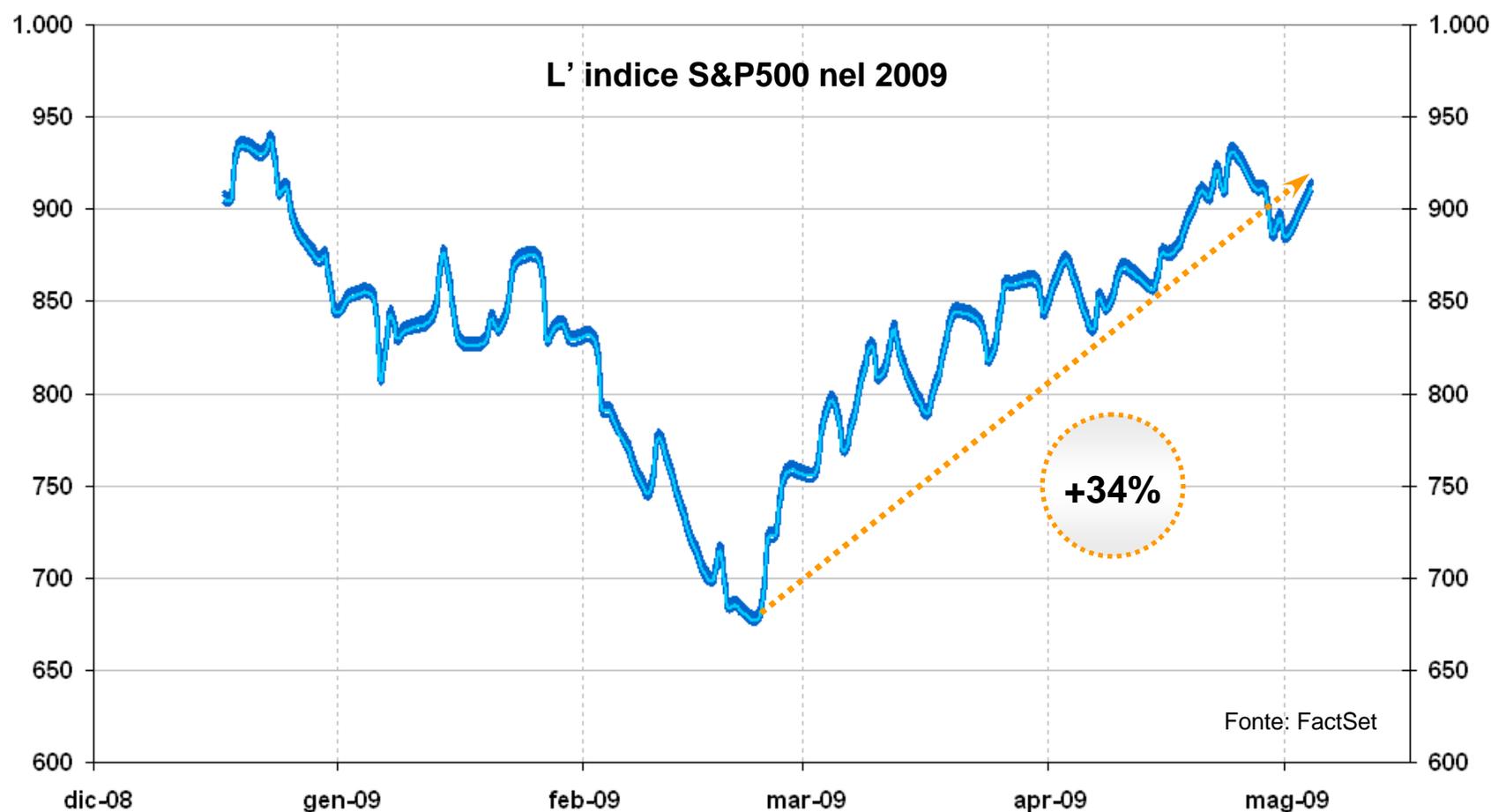
ultimi quarant'anni negli USA.

Questo comportamento anticipatore del mercato obbligazionario appare ragionevole: è infatti perfettamente comprensibile che, sul finire di una fase critica, le paure si esauriscano in anticipo tra i creditori di una società piuttosto che fra i suoi soci. Per i primi è infatti sufficiente che le cose migliorino quel tanto che basta affinché la società eviti il fallimento, per i secondi, interessati ai profitti, l'attesa può risultare più lunga e tormentata.

Le implicazioni per il futuro che si possono derivare dalla figura sono piuttosto interessanti: se il picco dello spread raggiunto a novembre dell'anno scorso si rivelasse un punto di svolta per il mercato obbligazionario, allora il minimo dell'indice azionario potrebbe essere molto vicino o, addirittura, potrebbe già essere alle nostre spalle e coincidere con quello osservato a marzo di quest'anno.

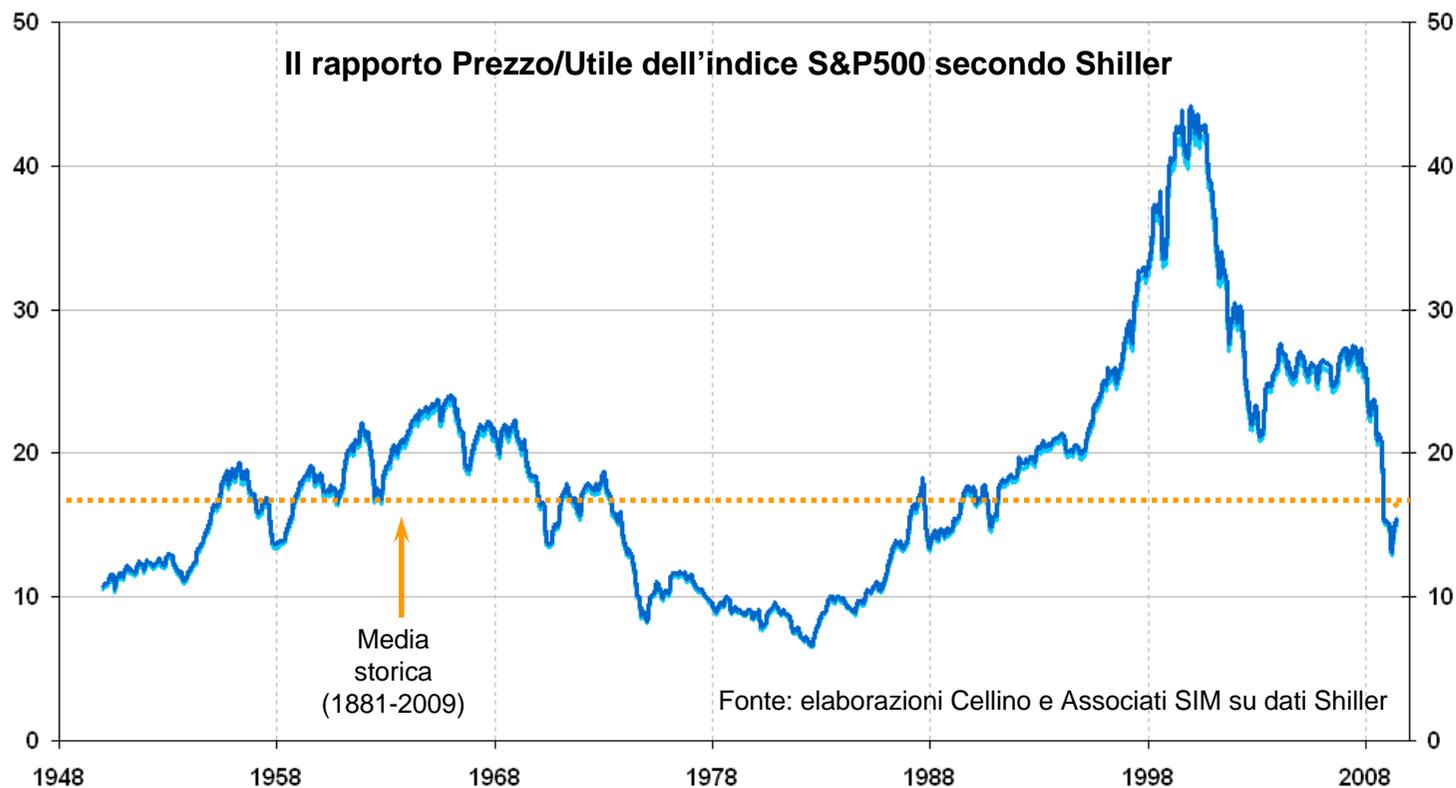
Una caratteristica notevole del premio per il rischio pagato dai titoli corporate ci consente di spostare la nostra attenzione dalla possibile inversione del ciclo economico, cui abbiamo dedicato la prima parte di questa analisi, alla possibile inversione del mercato azionario, cui dedicheremo la seconda. Esiste infatti una relazione significativa tra i movimenti del mercato azionario e quelli dello spread: i massimi dello spread, cioè i punti di maggiore tensione sul mercato obbligazionario, tendono ad anticipare o a coincidere con i minimi degli indici azionari, ossia i momenti di maggiore tensione sul mercato azionario. Molto raramente i massimi dello spread si sono realizzati successivamente ai minimi del mercato azionario. La figura illustra la relazione fra spread e mercato azionario negli

## Il rialzo è sostenibile?



La concomitanza di tanti segnali positivi, sia per la congiuntura sia per il mercato azionario, è stata la molla che ha determinato il rimbalzo delle quotazioni iniziato a marzo e tuttora in corso. L'imponenza che ha assunto il movimento rialzista pone oggi alcuni dubbi sulla sua sostenibilità: **l'indice S&P500 è infatti cresciuto di quasi il 40% dai minimi di marzo 2009.**

## Il rialzo è sostenibile?



Come si può osservare il movimento di recupero ha già notevolmente avvicinato il multiplo alla propria media, il cui pieno raggiungimento si otterrebbe con quotazioni intorno a 1.000 punti dell'indice S&P500.

Vale la pena chiedersi se in questo momento sarebbe giustificabile oppure no un significativo superamento di quella barriera, che indicherebbe l'inizio di una fase di quotazioni moderatamente ottimistiche.

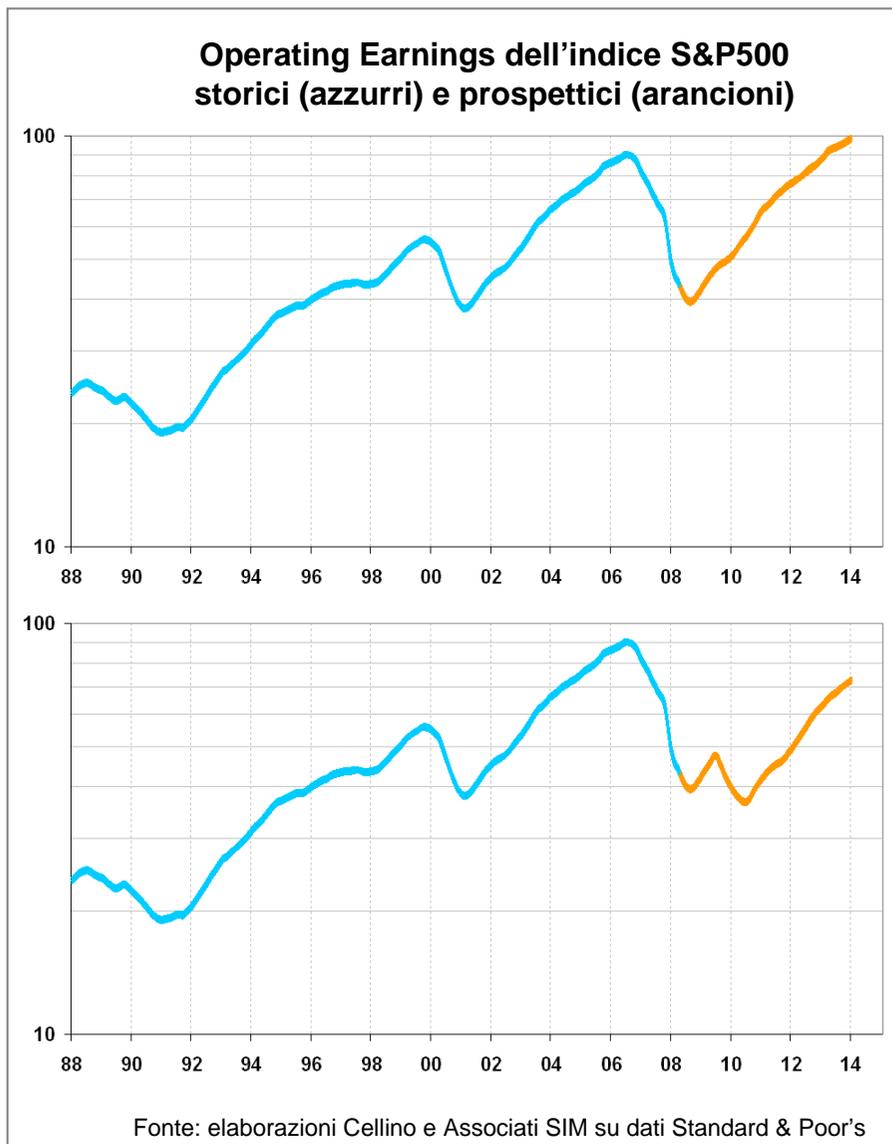
La risposta deve necessariamente confrontarsi con lo scenario macroeconomico precedentemente delineato.

Un'ipotesi di ripresa a "V" dell'economia, cui si abbinerebbe un rapido recupero dei profitti aziendali, giustificerebbe il ritorno dell'ottimismo e di multipli superiori alla media. Uno scenario a "W", allontanando il momento in cui i profitti torneranno a crescere, non potrebbe avallare quotazioni molto superiori a quelle che riportano il multiplo sulla propria media.

Il nostro giudizio è che il rimbalzo, lungi dall'aver condotto l'indice su livelli insostenibili, abbia avuto semplicemente l'effetto di riportare un po' di ragionevolezza sul mercato.

Nel grafico proponiamo il rapporto Prezzo/Utile (P/E), derivato dall'analisi di Shiller. Il modello si fonda sull'idea che il multiplo oscilli intorno alla propria media storica, alternando momenti euforici (P/E superiore alla media) a momenti di pessimismo (P/E inferiore alla media). Lo sventato collasso del sistema bancario e l'improbabilità di uno scenario depressivo, giustificano, a nostro giudizio, l'abbandono di quotazioni pessimistiche e un ritorno verso la media del P/E.

## Il rialzo è sostenibile?



Indipendentemente da quando inizierà la ripresa degli utili societari (fra non molto nell'ipotesi a "V", fra alcuni trimestri in quella a "W"), ci sembra di potere affermare che questa si rivelerà particolarmente intensa. E' infatti ipotizzabile che la prossima sarà un'altra jobless recovery, ossia una ripresa economica di cui beneficeranno principalmente i profitti.

Le aziende, approfittando della crisi, stanno infatti ponendo i presupposti per una nuova imponente ondata di delocalizzazioni: **quanti siti produttivi chiusi in USA ed in Europa, infatti, saranno riattivati e quanti verranno invece riaperti altrove?** La reazione delle imprese alla crisi è stata drastica, come testimoniato dal crollo degli investimenti e dall'impennata della disoccupazione: se ne può derivare che i margini rimarranno elevati e che gli utili, non appena ripartiranno i volumi, ritorneranno ad essere estremamente robusti.

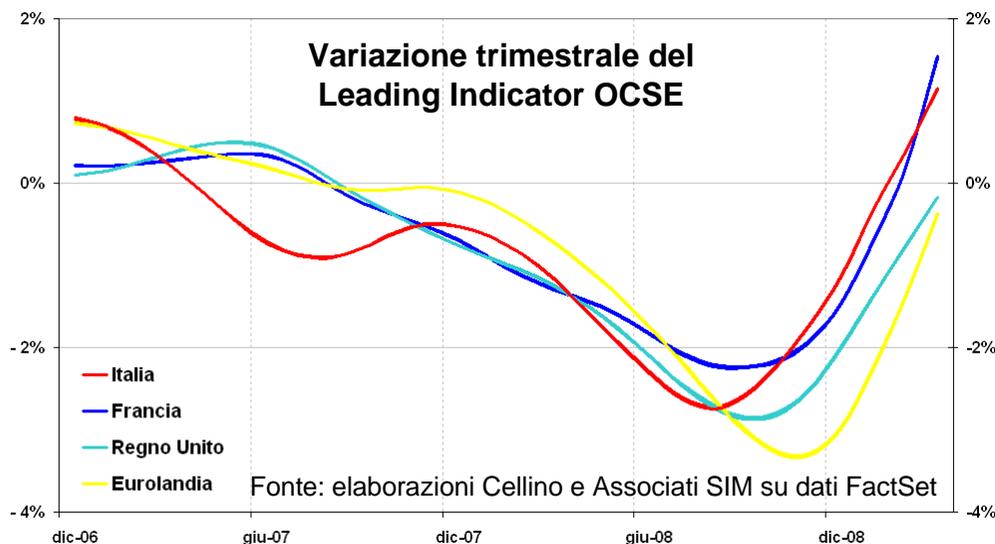
Per questo motivo riteniamo che gli eccezionali livelli di utile osservati nel 2006/2007 non siano stati un episodio, ma che potranno essere rivisti nel corso della ripresa economica prossima ventura. **Il problema non è quindi se ciò accadrà (come si poteva temere nel cuore della crisi, quando il sistema economico era dato per moribondo), ma quando ciò accadrà.**

La questione, quasi irrilevante per l'investitore di lungo periodo, è invece vitale per chi guarda ad un orizzonte più ravvicinato.

Come si è detto, infatti, una ripresa a "V" dell'economia e dei profitti potrebbe giustificare un'ulteriore significativa crescita dei prezzi azionari, mentre segnali di una "W" imporrebbero una maggiore cautela nel medio-breve termine.

Ci vorrà del tempo, prima che i dati possano svelare la traiettoria della ripresa economica, ma molto prima che ciò accada questi dovranno fare i conti con uno spettro che già da molte settimane si aggira per i mercati azionari: lo storno. E' a questo spettro che dedichiamo la parte finale della nostra presentazione.

# Segnali di inversione in Eurolandia



Prima di commentare l'ipotesi di un possibile storno delle borse, ci sembra opportuno verificare se alcune delle condizioni di possibile inversione dell'economia reale e dei mercati azionari riscontrate negli USA, si osservano oggi anche nella zona Euro.

Come si può osservare dalla prima figura, anche in Eurolandia il Leading Indicator (in questo caso elaborato dall'OCSE) ha invertito la sua rotta.

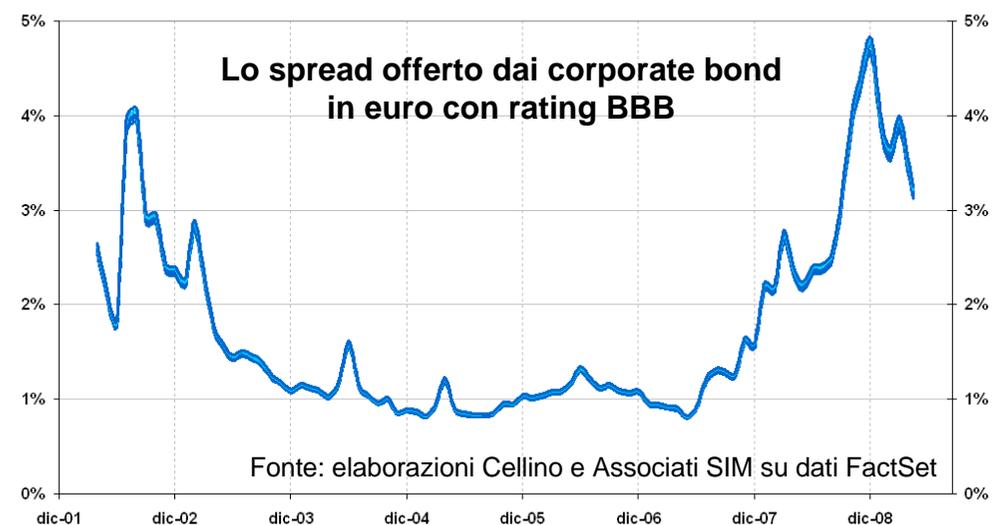
In particolare, nel comunicato stampa dell'11 maggio con cui l'OCSE ha diffuso i dati si poteva leggere:

**«... Francia, Italia e Regno Unito stanno mostrando timidi segnali di una pausa nella recessione economica, o forse anche qualcosa di meglio. Per quanto deboli, questi segnali sono presenti nella gran parte delle componenti degli indicatori di questi paesi. Negli altri principali paesi i Leading Indicators continuano ad indicare un deterioramento delle condizioni economiche, ma ad un tasso decrescente ... ».**

Dunque, anche in Europa si osserva quantomeno un rallentamento della recessione e, in alcuni paesi, fra i quali stupisce favorevolmente l'Italia, addirittura qualcosa di più.

Molto simile a quella americana appare anche la situazione illustrata nella seconda figura, dalla quale appare evidente la robusta inversione dello spread pagato dalle obbligazioni corporate.

Possiamo quindi concludere che i segnali analizzati in precedenza per gli USA si ritrovano anche in Eurolandia, per la quale, quindi, valgono le medesime implicazioni discusse nelle pagine precedenti.



# Lo “storno”

---

## Perché molti si attendono uno storno

Lo storno dei mercati azionari è diventato l'argomento di dibattito principale fra gli analisti di tutto il mondo. Se infatti in un'ottica di lungo termine le quotazioni risultano ancora assolutamente ragionevoli, è invece innegabile che un rialzo delle proporzioni di quello cui abbiamo assistito nel corso delle ultime settimane richieda una pausa. Abbiamo individuato tre argomenti a sostegno di un imminente storno dei mercati azionari.

- Tutti gli indicatori tecnici segnalano una forte tensione.
- Sotto il profilo delle valutazioni, la prosecuzione del movimento in corso si giustificerebbe solo con una ripresa a “V” dell'economia e dei profitti: questa, al momento, è solo una possibilità che richiede conferme che potranno giungere solo fra alcuni mesi.
- Le ricapitalizzazioni che interesseranno soprattutto le banche, ma anche altri settori, oltre al probabile effetto diluitivo sulle quotazioni, sottrarranno parecchia liquidità al mercato secondario.

## Perché potrebbe non esserci uno storno

Le motivazioni che vengono portate a sostegno di uno storno dei mercati azionari sono piuttosto convincenti, ma ne esiste una di segno contrario su cui merita riflettere. Numerosi investitori, fra cui anche molti “istituzionali”, sono stati colti di sorpresa dal rimbalzo e sono rimasti piuttosto liquidi. Questo corposo drappello di operatori, che ragionevolmente dispone di abbondante liquidità, attende con una certa ansia lo storno, in modo da rientrare sul mercato e poter finalmente beneficiare della ripresa in corso. E' evidente che questa ansia di rientrare sul mercato potrebbe frenare tutti i tentativi di ripiegamento.

La nostra opinione è che, alla lunga, le “ragioni” dello storno prevarranno e i listini conosceranno una fase di correzione fisiologica che però potrebbe non avere un'ampiezza proporzionale a quella che ci si potrebbe attendere a seguito del forte rialzo cui stiamo assistendo.

La presente pubblicazione è stata prodotta dall'Ufficio Studi della Cellino e Associati SIM S.p.A. nell'ambito della propria attività di ricerca in materia di investimenti, 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.