

COVER STORY

INVESTIMENTI E VOLATILITÀ

# Borse, si guarda alla tenuta degli utili

**Negli Usa e in Europa operatori ora più cauti sulla crescita dei profitti nel 2020 L'effetto del taglio Fed**

**Andrea Gennai**

■ Dopo la peggior settimana sulle Borse mondiali dal 2008, il mercato resta molto cauto sulle prospettive e prova a decifrare una situazione che resta incerta come dimostra l'elevata volatilità. Manca ancora un tassello chiave, ovvero quanto durerà l'attuale emergenza sanitaria.

Al momento lo scenario di fondo è quello di continuare a scommettere su un effetto transitorio del coronavirus: l'impatto sugli utili aziendali è atteso nella prima parte dell'anno, con un significativo recupero nella seconda parte.

**MULTIPLI IN DISCESA**

Nelle ultime settimane prima del crollo il rapporto prezzo/utigli prospettici sull'S&P 500 era arrivato a 19, al massimo dal 2002. Un livello elevato, al di sopra della media storica. «Dopo la violenta discesa della scorsa settimana - spiega Filippo Garbarino, gestore del fondo **Lemanik Global Equity Opportunities** - l'indicatore è precipitato a 16,5 volte per poi risalire a 17,3 con il rimbalzo».

Il multiplo utilizzato per capire se i prezzi delle azioni sono cari oppure no resta al di sopra della media a 5 anni (16,7) e 10 anni (14,9). Il mercato è troppo ottimista? C'è anche un fattore tecnico a giustificare valori sopra la media. «Il mercato fino a pochi giorni fa - continua Garbarino - poteva apparire caro ma questo indicatore va sempre rapportato ai tassi di interesse. Tassi

molto bassi sono compatibili con multipli più cari. Quindi 19 è meno alto di quello che può apparire a una prima lettura. Ora il livello si è normalizzato; è leggermente sopra la media storica e il mercato sconta un ulteriore taglio dei tassi da parte della Fed, oltre al taglio straordinario già ratificato in settimana. Anche il p/e prospettico dello Stoxx600 è passato da 15,5 a 13,5 per poi attestarsi a 13,8. L'Europa quota sempre a sconto, perché gli Usa sono un mercato con aziende a maggiore crescita e anche in questo caso penso che Wall Street reagirà al meglio sia in termini di contenimento di altri cali, sia di rimbalzi».

**EFFETTO TRANSITORIO?**

Il mercato ha iniziato a scontare i pesanti effetti del coronavirus, ma sempre in ottica transitoria.

Le prossime settimane saranno decisive per capire cosa faranno i policy maker (a livello di stimolo fiscale e monetario) e come evolveranno i contagi. «Se la situazione dovesse degenerare - aggiunge Garbarino - e il virus trasformarsi in pandemia, allora il rapporto prezzo utili potrebbe scendere ancora in maniera significativa. Quanto accaduto a mio avviso ricorda molto lo shock dell'11 settembre oppure l'invasione dell'Iraq al Kuwait del 1990. In queste due precedenti occasioni il mercato ha perso attorno al 15% e la correzione che c'è stata ha raggiunto più o meno questi livelli».

Un persistere dell'attuale situazione per mesi e quindi una revisione al ribasso delle stime degli utili anche nella seconda parte dell'anno potrebbe aggravare la situazione e quindi i mercati potrebbe finire in una fase "orso" (con una perdita di almeno il 20% dai massimi).

Anche Corrado Caironi, strategist di R&CA, pone l'accento sulle valuta-

zioni, che restano abbastanza generose, anche per effetto del taglio dei tassi da parte della Fed (in attesa che le altre banche centrali mettano in campo le loro misure).

**AUMENTA IL PREMIO AL RISCHIO**

«Il taglio dei tassi improvviso - spiega Caironi - ha un effetto immediato sulle valutazioni. I rendimenti scendono e aumenta il premio al rischio dell'azionario. Questo tiene relativamente elevate le valutazioni e può essere positivo per l'equity, a patto che la dinamica economica renda sostenibili i profitti e i dividendi nei prossimi mesi». Il differenziale tra il dividend yield sull'S&P 500 e il rendimento del Treasury decennale è salito poco sopra all'1%, un livello che non si vedeva dal 2009: allora parti il rally azionario.

«Per molti mesi - continua Caironi - il mercato ha sottostimato gli effetti del coronavirus e improvvisamente è iniziato a farci i conti anche negli Stati Uniti, dove sono stati colpiti i settori più legati al giro d'affari con l'estero. Sulla tecnologia Usa l'estero pesa per il 49%, ad esempio, 60% sul comparto "materials" e 52% sul farmaceutico. Nel primo trimestre, le ultime stime di crescita degli utili negli Stati Uniti indicano -3,3%, mentre fino a poche settimane fa erano positive. Il mercato,

poi, scommette su una netta ripresa nella seconda parte dell'anno e oggi l'attesa del 2020 è per una crescita degli utili del 7,5%».

Però più si va avanti nel tempo più le previsioni vanno prese con le molle. «Anche l'Europa - conclude Caironi - ha la stessa stima di crescita degli utili nel 2020 (+7,5% annuo) a fronte di un -1,4% nel primo trimestre. Già nel Vecchio Continente le stime avevano subito una frenata nei mesi scorsi».

**LA DINAMICA DEL PREMIO A RISCHIO SUL MERCATO AZIONARIO NEGLI STATI UNITI D'AMERICA**

**0,9%**

**RENDIMENTO TNOTE USA**

Il taglio dei tassi da parte della Fed, fuori da una riunione ufficiale, ha spinto il rendimento del governativo Usa decennale ai minimi storici sotto all'1%. Questa dinamica ha un impatto importante sul mercato azionario e sulle sue valutazioni in termini di multipli. Tassi bassi

consentono multipli azionari più alti. Nei giorni scorsi il rapporto tra dividend yield dell'azionario Usa e il rendimento del bond decennale, parametro per misurare il premio al rischio dell'azionario, è balzato ai massimi dal 2009 sopra l'1%. Tutto questo presuppone che l'attuale flusso dei dividendi resti intatto. Le prossime settimane saranno decisive per capire l'impatto della crisi sanitaria sulle società quotate.

**Il termometro**

**NEGLI USA**

Andamento del rapporto prezzo/utigli prospettico su S&P 500.



**IN EUROPA**

Andamento del rapporto prezzo/utigli prospettico su Stoxx 600.

