

INVESTIMENTI

IL DOSSIER DEL LUNEDÌ



Il Sole **24 ORE**

Lunedì 30 Aprile 2007 - www.ilsote24ore.com

Il bilancio. Come leggere conto economico, stato patrimoniale e nota integrativa. **Pag. 2**

I multipli. Tutti i rapporti che aiutano a scegliere se e come investire. **Pag. 3**

I report. Il significato dei giudizi da Buy a Underweight. **Pag. 4**

L'Impresa
È in edicola il numero di Aprile.
Con Il Sole 24 ORE a soli € 4,90 in più

Per i manager che guardano. Oltre.

Analisi fondamentale. Le regole per interpretare i movimenti di un titolo

Caccia al valore nei conti societari

Lo studio si concentra sulle variabili «prevedibili»

Alberto Ronchetti

La domanda chiave, tutte le volte che si investe in Borsa, dovrebbe essere una sola. Questa: «Quanto costerà questa azione fra una settimana, fra un mese o fra un anno?». Perché il valore futuro di un titolo è la chiave di volta per azzeccare o sbagliare l'investimento.

Ovviamente nessuno ha la sfera di cristallo e mille variabili possono incidere sull'andamento dei prezzi. Però la questione di fondo resta questa. Se ci prendo sul piano delle prospettive della rivalutazione, guadagno. Se faccio una scelta sbagliata, perdo.

L'analisi fondamentale serve proprio a capire, nei limiti del possibile, quale potrà essere l'evoluzione dei conti societari nel prossimo futuro. E, in base a questa analisi, far discendere i consigli per l'acquisto o la vendita.

In questa e nelle prossime pagine, a cura dell'ufficio Analisi Mercati Finanziari, sono spiegate — in termini semplici — gli elementi di base dell'analisi fondamentale. Che, in estrema sintesi, trovano nella capacità di generare profitto il principale motore di creazione del valore. Non a caso il Price earning (P/E), cioè il rapporto fra prezzo corrente di Borsa di un titolo e gli utili netti per azione, è uno dei parametri più utilizzati per capire se l'acquisto di un titolo

è conveniente oppure no.

Certo, il P/E è il primo tassello di un mosaico valutativo molto più complesso, in cui potrete iniziare ad addentrarvi leggendo questo inserto. Anche se magari, immediatamente, alcuni ragionamenti potrebbero apparirvi troppo complessi, non preoccupatevi. L'analisi fondamentale è una materia complessa in sé, quindi lo è ancora di più per chi ci si avvicina per la prima volta.

Un suggerimento può essere piuttosto quello di iniziare a ragionare sul price earning proiettivo delle società (rilevabili dagli studi e dalle pubblicazioni finanziarie in genere), confrontandolo con quello di aziende che risultano comparabili perché operano nello stesso business. Questo è un rapporto immediatamente identificabile, in grado di far capire se l'acquisto di un determinato titolo è conveniente oppure no.

Comunque sia, come dicevamo, l'andamento delle quotazioni azionarie può essere fortemente influenzato dall'andamento macroeconomico e, soprattutto, dal *sentiment* di mercato. Per essere più chiari: può darsi che alcune società — sia pure teoricamente convenienti in termini di prezzo rispetto ad altre — restino sottovalutate perché quel settore non è sugli scudi in quel determinato momento del ciclo economico. Oppure l'azienda, per qualsiasi altro motivo, non è «di moda» fra gli investitori. Sia come sia, in questi casi l'acquisto di un determinato titolo è conveniente e quindi può risultare particolarmente interessante per l'investitore.

Gli analisti fondamentali studiano le cause «prevedibili» dei

movimenti di mercato per effettuare le loro previsioni ed esaminano tutti i fattori rilevanti per determinare il giusto prezzo di un titolo (o di una merce o dei tassi d'interesse).

Però può anche darsi che la valorizzazione (o la caduta) di un determinato titolo non sia basata solo su fattori di ordine fondamentali, ma anche su ragionamenti di ordine psicologico che attengono più all'approccio grafico ai mercati (vedi il dossier pubblicato su «Il Sole-24 Ore del Lunedì» del 22 gennaio scorso).

L'analisi fondamentale si preoccupa di stabilire se il valore di un titolo risulta superiore o inferiore rispetto al prezzo corrente di mercato, quindi ha un orizzonte di almeno qualche mese (più spesso di due o tre anni). L'approccio tecnico, invece, non si pone il problema della congruità del prezzo, ma cerca solo di coglierne il trend (in crescita o in discesa). Se volete si tratta di un approccio opportunistico, volto a cogliere il massimo possibile del profitto con il minimo dello sforzo.

Tuttavia il rapporto fra analisi fondamentale e tecnica è molto redditizio, quando viene visto in modo intelligente. La prima può portare garanzie sulla solidità aziendale e quindi sulla sostenibilità di un trend rialzista; la seconda può consentire di cogliere proficuamente un determinato momento speculativo rispettando rigorosamente i livelli grafici stabili.

Il ciclo

Le fasi dell'economia

L'economia si sviluppa nel tempo attraverso una serie successiva di espansioni e recessioni, come è sintetizzato nel grafico a fianco, che disegnano il «ciclo economico». Il suo andamento è una variabile importante per le scelte di investimento, perché le variabili macro influenzano da vicino i mercati azionari e obbligazionari.

Discese e salite

I cicli economici possono essere, secondo la teoria, più o meno lunghi. Ma quello più comunemente considerato dall'investitore ha una durata che varia fra i tre e i sei anni e procede secondo lo schema classico di picco dello sviluppo, contrazione della crescita, minimo recessivo, nuova espansione economica, fase della maturità, nuovo picco e così via. Discese e salite che sono anticipate di alcuni mesi da analoghi movimenti dei listini azionari.

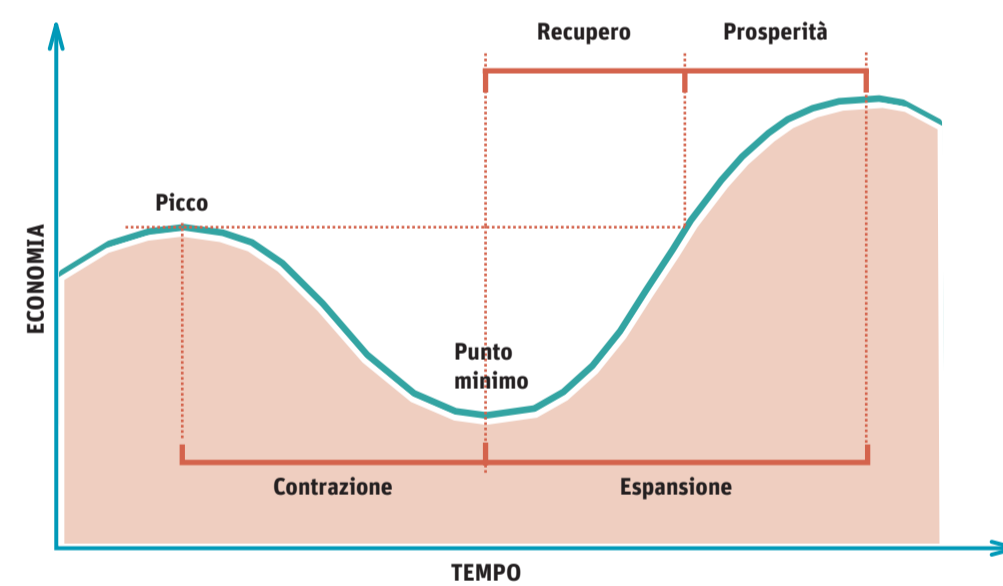
Occhio alla volatilità

Adesso siamo, secondo i dati macro, nella fase matura (testimoniata dal rallentamento della crescita degli Stati Uniti e dal ridimensionamento del ritmo di crescita dei profitti) di una espansione in corso ormai da quattro anni. In questo periodo — di solito — le Borse continuano a crescere ancora, ma la volatilità aumenta. In attesa della contrazione, durante la quale i listini perderanno valore, prima di un nuovo trend rialzista che anticiperà la fase di ripresa economica. (A.R.)



Le fasi tipiche

L'andamento caratteristico del ciclo economico



GLOSSARIO/1

Analisi fondamentale

È una delle tipologie di analisi del valore delle azioni di una società, condotta al fine di valutare l'opportunità di un investimento azionario, e di stimare il valore intrinseco delle azioni (il valore che avrebbe un'azione se non esistessero influenze di mercato, considerate le caratteristiche della società). Questo valore viene poi confrontato con il valore di mercato per stabilire la convenienza o meno dell'investimento

Azione ciclica

Indica un'azione che si muove in sintonia con il ciclo economico e appartiene, in genere, a società operanti nei settori chimico, automobilistico, dell'edilizia e della grande distribuzione. Quando le prospettive di crescita economica sono positive, il valore di mercato di queste azioni sale più del valore delle altre; viceversa, si preferiscono azioni di società dei settori «difensivi», come banche, assicurazioni, utilities, alimentare

Congiuntura

Situazione temporanea del sistema economico. In fasi espansive si definisce «alta congiuntura», mentre in fasi di contrazione del ciclo economico si è in presenza di una «bassa congiuntura»

Indicatori economici

Grandezze che consentono di ottenere una rappresentazione quantitativa definita di una situazione economica. Gli indicatori economici più importanti sono il Pil (Prodotto interno lordo), gli indici dei prezzi al consumo e all'ingrosso, l'indice di produzione industriale, le esportazioni, le importazioni, il numero degli occupati

Pil

Valore della produzione totale di beni e servizi finali realizzata nel Paese in un determinato periodo di tempo. Si definisce a «prezzi correnti» quando è calcolato ai prezzi di mercato, e a «prezzi costanti» se si fa riferimento ai prezzi di un anno assunto come base (quest'ultimo viene utilizzato per misurare la crescita reale di un Paese)

I dati della macroeconomia

La scoperta dei mercati comincia con il Pil

L'analisi fondamentale si basa sull'identificazione e la previsione di variabili economico-finanziarie, da cui può dipendere l'evoluzione dei mercati finanziari e si prefigge l'obiettivo di anticiparne le tendenze.

Questo tipo di analisi tende a considerare, da un lato, le prospettive di crescita dei settori di appartenenza delle imprese, la solidità patrimoniale e la redditività attesa; dall'altro, a scontare le future condizioni generali dei mercati alla luce degli studi della teoria economica.

L'analisi del quadro economico generale è fondamentale per poter capire l'evoluzione dei mercati. Nel suo complesso l'analisi fondamentale considera e interpreta sia le variabili macroeconomiche, vale a dire le grandezze che possono influenzare l'economia nel suo complesso, sia le variabili microeconomiche riferite al singolo settore o azienda.

In estrema sintesi, la macroeconomia si occupa dell'andamento del sistema economico nel suo insieme: delle fasi di espansione e di recessione, della produzione globale di beni e

servizi e della crescita della produzione, dei tassi di inflazione e di disoccupazione, della bilancia dei pagamenti e dei tassi di cambio.

L'osservazione delle variabili macroeconomiche parte necessariamente dall'analisi del Prodotto interno lordo (Pil). Si tratta di una misura contabile che esprime il valore di tutti i beni e servizi prodotti dall'economia in un dato periodo di tempo. Il Pil misura la crescita reale del Paese e possiamo distinguere tra Pil nominale e Pil reale.

Il Pil nominale misura il valore della produzione ai prezzi del periodo in cui è stata ottenuta, mentre il Pil reale indica il valore della produzione di un periodo rapportato ai prezzi di un determinato anno.

La differenza tra i tassi di crescita del Pil reale e nominale di-

FATTORI IN GIOCO

Per cercare di anticipare le tendenze future bisogna considerare anche i tassi di inflazione, produzione e disoccupazione

pende dall'andamento dei prezzi dei beni e quindi dal tasso di inflazione.

L'inflazione, quale elemento destabilizzante di un sistema economico evoluto, ha un ruolo fondamentale in tutte le analisi economiche, in quanto saper prevedere il tasso tendenziale di inflazione significa saper valutare a priori le effettive potenzialità di crescita dei mercati finanziari di un Paese e quindi indirizzare gli investimenti in modo corretto. L'impopolarità dell'inflazione è connessa al fatto che è associata ad altri elementi del sistema economico, quali per esempio l'aumento del prezzo delle materie prime, in particolare del petrolio, che di fatto riducono la possibilità di benessere, vale a dire di crescita, di un'economia.

Altro importante elemento che determina la variazione del Pil è il tasso di disoccupazione che, se in aumento, determina una caduta del Pil.

L'andamento macroeconomico è pertanto valutato da tre indicatori: il tasso di inflazione, il tasso di crescita della produzione e il tasso di disoccupazione

ne e le informazioni relative a queste tre variabili forniscono un quadro sommario della situazione economica in quanto influenzano la vita di tutti i giorni. Gli analisti per studiare in modo più puntuale i fenomeni macroeconomici utilizzano degli indicatori che hanno lo scopo di anticipare in modo soddisfacente i parametri principali della politica economica.

Per esempio, lo sviluppo economico del Paese è monitorato con il ricorso ai dati della produzione industriale (dato disponibile mensilmente) o quello relativo ai consumi e agli investimenti.

Un secondo livello dell'analisi fondamentale è costituito dall'analisi di tipo settoriale, che si focalizza nello studio del grado di concorrenza, della domanda e offerta, del livello di innovazione, delle eventuali regolamentazioni. In altre parole, vengono prese in considerazione tutte quelle grandezze che possono caratterizzare un determinato settore.

In effetti non tutti i settori reagiscono allo stesso modo o nello stesso tempo all'evolversi del ciclo economico. È nota, infatti, la suddivisione tra settori ciclici, come per esempio il settore automobilistico o il settore industriale in genere, e settori anticiclici, come quelli alimentari, poco influenzati appunto dall'andamento economico generale.

L'impatto su equity e bond

I principali effetti causati dai mutamenti di alcune variabili economiche

Aspettative	Azioni	Obbligazioni
Aumento dei tassi di mercato	Contrazione dei prezzi. La motivazione risiede nel fatto che diventano più appetibili titoli obbligazionari, come per esempio i titoli di Stato, in quanto garantiscono un rendimento maggiore con un grado di rischio limitato. Inoltre l'aumento dei tassi comporta un maggior onere finanziario per le aziende con effetti diretti sui dividendi che verranno staccati	Contrazione dei prezzi. I titoli in circolazione devono allineare i loro rendimenti ai nuovi tassi; ciò avviene con una riduzione nel prezzo del titolo. Per i titoli a cedola fissa la contrazione sarà più marcata rispetto a quelli con cedole indicizzate ai tassi di mercato
Diminuzioni dei tassi di mercato	Aumento dei prezzi, considerazioni opposte alle precedenti	Aumento dei prezzi, considerazioni opposte alle precedenti
Rivalutazioni dei tassi di cambio	Non convenienza a investire in mercati esteri in quanto l'eventuale guadagno di Borsa potrebbe essere vanificato dall'aumento del cambio	Non convenienza a investire in mercati esteri in quanto l'eventuale guadagno di Borsa potrebbe essere vanificato dall'aumento del cambio
Svalutazione dei tassi di cambio	Convenienza a investire in mercati esteri in quanto vi possono essere vantaggi conseguenti al cambio svalutato	Convenienza a investire in mercati esteri in quanto vi possono essere vantaggi conseguenti al cambio svalutato
Instabilità politica	Contrazioni dei prezzi a seguito della vendita dei titoli per investire in Paesi più sicuri	Contrazioni dei prezzi a seguito della vendita dei titoli per investire in Paesi più sicuri

Fonte: Analisi mercati finanziari