

di Oliviero Lenci
e Silvio Olivero*

Un'azione è per sempre

Se l'orizzonte supera i 10 anni le borse convergono rispetto ai bond, ma il tempo d'ingresso non è irrilevante. Adesso l'Europa offre prezzi di entrata interessanti

Nel lungo periodo l'investimento azionario ha elevate probabilità di dispensare rendimenti reali positivi e superiori a quelli offerti dalle obbligazioni. Lo dimostrano più studi condotti e lo conferma anche la tabella in pagina, che confronta rendimento e volatilità di azioni e bond Usa. La maggiore rischiosità legata alla detenzione di azioni piuttosto che obbligazioni è molto evidente nel breve termine. Già su di un orizzonte temporale di dieci anni la convenienza a investire in azioni emerge in modo evidente poiché, sia pure in un contesto di maggiore volatilità, il rendimento azionario medio, massimo e minimo eccedono i rispettivi rendimenti obbligazionari. A 30 anni, addirittura, i rendimenti azionari, oltre a essere migliori degli analoghi rendimenti obbligazionari, evidenziano una volatilità praticamente identica. La tabella sembra quindi avallare l'idea che il punto di ingresso sui mercati azionari, in un adeguato orizzonte temporale, sia irrilevante. Ricerche condotte

RENDIMENTI ANNUI REALI DI AZIONI E OBBLIGAZIONI NEGLI USA

I dati sono riferiti a sotto periodi di differente lunghezza tra il 1871 e il 2007

Dur. sotto periodi	Rendimento annuo azioni				Rendimento annuo obbligazioni			
	Max	Min	Medio	Volatilità	Max	Min	Medio	Volatilità
◆ 1 Anno	54,1%	-39,0%	8,5%	18,4%	33,0%	-15,0%	2,9%	8,6%
◆ 10 Anni	18,5%	-4,4%	7,0%	5,2%	9,7%	-4,9%	2,4%	3,6%
◆ 20 Anni	13,1%	0,4%	6,7%	3,2%	7,7%	-2,2%	2,0%	2,7%
◆ 30 Anni	10,1%	3,0%	6,4%	1,8%	6,2%	-1,4%	1,6%	1,7%

Fonte: elaborazioni Cellino e associati sim su dati di Shiller

dagli economisti J. Campbell e R. Shiller negano però quest'affermazione, poiché i rendimenti azionari, manifestando la tendenza a oscillare intorno alla propria media, sarebbero in qualche misura prevedibili: dunque esisterebbe la possibilità di intercettare l'alternanza fra i periodi durante i quali le azioni offrono rendimenti superiori alla lo-

ro media storica. Dalla teoria della valutazione fondamentale si può derivare che l'earning yield, cioè il rapporto fra gli utili e il prezzo di un indice azionario, sia una buona stima dei rendimenti reali attesi dall'indice stesso. I dati storici degli Usa confermano questa ipotesi, poiché l'earning yield dell'indice S&P500, fra il 1872 e oggi, ha oscillato intorno alla propria media pari al 6,6%, valore quasi coin-

cidente con il 6,7% di rendimento annuo composto reale, offerto dal mercato nel medesimo periodo di tempo. Campbell e Shiller verificano che storicamente le oscillazioni dell'earning yield intorno alla propria media storica sono state governate dai movimenti dei prezzi delle azioni. Quanto vale l'earnings yield dell'indice S&P500? Il 4,2%, inferiore quindi alla media storica, anche se

già molto più alto del 2,3% osservato sui picchi della bolla speculativa nel dicembre del 1999. Che cosa attendersi dunque dal mercato azionario americano nei prossimi cinque-dieci anni? La traiettoria più probabile attraverso la quale l'indice S&P500 potrà riportare l'earning yield sul valore medio di lungo periodo è, a nostro giudizio, una lunga fase di oscillazioni laterali, anche pronunciate, ma che non degenererà nella severa correzione che sarebbe necessaria per ripristinare subito l'equilibrio. Guardando ai mercati azionari europei la situazione appare più promettente: gli earnings yield degli indici del Vecchio continente da noi osservati risultano in tutti i casi superiori al rendimento storico di lungo periodo dei relativi mercati. L'investitore di lungo termine dovrebbe quindi preferire le azioni europee a quelle americane.

(*) Cellino e associati sim

**ASSET
ALLOCATION**