

I VOSTRI SOLDI IN GESTIONE

Borse, prevedere si può

di Oliviero Lenci e Silvio Olivero*

La crisi bancaria e la recessione che ne sta derivando hanno avuto effetti molto gravi sui mercati azionari internazionali: fra l'ottobre 2007 e l'ottobre 2008, l'indice Msci world ha ceduto il 50%, calo che negli ultimi 40 anni risulta paragonabile solo a quello osservato dopo la bolla speculativa del 2000. Le statistiche degli ultimi 40 anni ci dicono anche che, in quattro casi su cinque, agli affondi dell'indice azionario mondiale sono seguiti 10 anni di crescita dei prezzi eccezionalmente superiore alla media.

Queste osservazioni trovano supporto in alcune analisi compiute sul mercato azionario americano, il cui rapporto prezzo/utigli (p/e) tende da oltre un secolo a oscillare attorno alla propria media storica seguendo un andamento schematizzato nel grafico in pagina. Considerato che un mercato efficiente dovrebbe anticipare le espansioni e le riduzioni degli utili attraverso coerenti movimenti dei prezzi, il ritorno del p/e sulla propria media dovrebbe essere pilotato dal denominatore, cioè dagli utili. In pratica, un p/e elevato (esemplificato al punto A del grafico), giustificato da attese di forte crescita degli utili, dovrebbe ritornare sulla media, cioè al punto B, grazie alla realizzazione di

tali attese. Analogamente, un rapporto p/e particolarmente basso (punto C), espressione di pessimismo in merito agli utili futuri, dovrebbe risalire verso il punto D grazie alla riduzione dei profitti. Stupisce quindi che dal 1881 a oggi il ritorno del p/e dell'indice S&P 500 sul proprio valore medio sia stato governato dal prezzo e non dall'utile: questo è dovuto al fatto che i massimi del p/e non hanno quasi mai anticipato fasi di straordinaria crescita degli utili, ma si sono a posteriori rivelati momenti di euforia irrazionale, mentre

i suoi minimi, anziché anticipare tracolli dei profitti, sono coincisi con periodi di ingiustificato pessimismo.

Questa inefficienza del mercato apre la strada alla prevedibilità dei rendimenti azionari: in particolare, l'inverso del rapporto p/e, ossia il rapporto utili/prezzo (meglio conosciuto come earnings yield (ey)) oltre, come ovvio, a godere delle medesime proprietà del p/e, cioè di ritornare verso la propria media per effetto delle fluttuazioni del prezzo, si è dimostrato un buon previsore del rendimento annuo reale di lungo termine del

mercato azionario. Utilizzando l'ey possiamo rispondere a una domanda che di questi tempi ricorre spesso: ai livelli di prezzo attuali si configura già l'opportunità di cogliere rendimenti di lungo termine superiori alla media?

Rispondiamo con riferimento al mercato azionario americano e a quello dell'area euro, calcolando l'ey secondo la modalità suggerita da un'autorevole letteratura, consistente nel riportare l'utile medio degli ultimi 10 anni al prezzo corrente.

Il risultato è estremamente incoraggiante per la zona euro, dove un ey superiore al 9% sopravanza largamente il rendimento medio annuo reale storico, inferiore al 4%, dei mercati azionari dei Paesi che oggi adottano la moneta unica. Su tali mercati sembrerebbero quindi già esistere i presupposti per una lunga fase di rendimenti futuri superiori alla media, il che non implica necessariamente che le turbolenze su questi listini siano finite.

Diversa la situazione negli Usa, dove oggi l'ey eguaglia il rendimento medio storico:

il calo dei prezzi azionari, in questo caso, non è stato sufficiente a porre i presupposti per un lungo periodo prospettico di sovrarendimenti, ma ha comunque sanato lo squilibrio riscontrabile fra rendimento atteso e rendimento storico che si protraeva da circa 20 anni su questo mercato.

In altri termini, in Europa le borse sono entrate in una fase di eccessivo pessimismo, mentre negli Usa si è finalmente conclusa la stagione dell'euforia irrazionale.

Concludiamo con alcune riflessioni sulla recessione, oramai avviata in molte aree del pianeta e che si prevede sarà una delle più severe del dopoguerra. Quanto di questo evento risulta già incorporato nei prezzi? A nostro giudizio molto: basti pensare che le attuali quotazioni di borsa dell'indice S&P 500 scontano un calo dei profitti per le società pari a quasi il 60%, mentre ammonta a più del 40% il ridimensionamento degli utili incorporato dall'indice DJEUroStoxx600. Sono infatti necessarie queste decurtazioni nei profitti futuri per giustificare, attraverso il Residual income model, modello di analisi fondamentale, i livelli di prezzo raggiunti dai due indici. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile dell'ufficio studi di Cellino e associati sim

IL RAPPORTO PREZZO/UTIGLI OSCILLA SULLA MEDIA STORICA

