

di **Oliviero Lenci***
e **Silvio Olivero****

Abbondano sui media accorati appelli alla cautela sul mercato azionario. Si tratta di consigli condivisibili poiché, dopo il poderoso rally realizzato dalle borse negli ultimi sette mesi, uno storno potrebbe essere dietro l'angolo. Spesso, però, questi inviti sono accompagnati da preoccupati giudizi circa la valutazione dei mercati, che avrebbero raggiunto livelli da bolla speculativa. Limitandoci a due fra i più autorevoli commentatori, recentemente hanno indicato la presenza di una bolla sui mercati azionari l'economista americano Nouriel Roubini e Wolfgang Münchau, columnist del *Financial Times*.

Molti di coloro che ne sono convinti considerano la bolla speculativa come l'inevitabile conseguenza dell'imponente massa di liquidità prodotta dalle politiche monetarie espansive. Secondo Roubini, invece, l'ingente liquidità è solo una delle cause della bolla, ma non la più importante: principale responsabile sarebbe infatti la debolezza del dollaro, grazie alla quale gli speculatori possono indebitarsi in tale valuta a tassi negativi per acquistare grandi quantità di asset rischiosi in tutto il mondo. Questi ragionamenti hanno un limite: la presenza di cause che potrebbero generare un fenomeno non è garanzia del fatto che tale fenomeno si realizzi. L'ingente liquidità e la frenetica attività dei carry trader, da sole, non autorizzano a concludere che il mercato azionario sia in bolla.

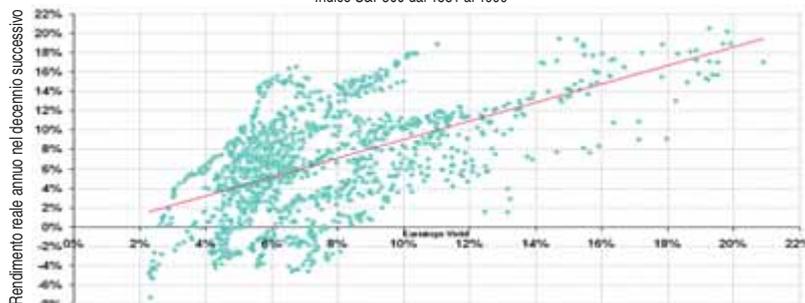
Münchau, in un recente articolo, colma apparentemente questa lacuna, misurando le dimensioni della bolla speculativa che si sarebbe formata sull'indice S&P500. Non condividiamo l'idea che i mercati azionari siano in una situazione di bolla speculativa e abbiamo fieri dubbi sul metodo seguito da Münchau per misurarla. Anche perché si può parlare di bolla quando il reddito atteso dalle azioni non è adeguato

BORSE/1 Le teorie dei ribassisti si scontrano con la realtà dei fondamentali. Nonostante il fortissimo recupero i prezzi attuali scontano un rendimento reale atteso inferiore alla media storica. Con un premio al rischio ancora conveniente

Non c'è bolla a Wall Street

LA RELAZIONE FRA EARNINGS YIELD E RENDIMENTI REALI DI LUNGO TERMINE

Indice S&P500 dal 1881 al 1999



Fonte: elaborazioni Cellino e associati Sim su dati Shiller

al prezzo che si dovrebbe pagare per acquistarle. Il reddito delle azioni è dato dalla somma di due componenti: i dividendi incassati, più il guadagno/perdita derivante dalla crescita/riduzione del prezzo del titolo rispetto a quello d'acquisto. Si tratta evidentemente di un rendimento aleatorio, ma esiste un modo per stimarne il valore atteso secondo le modalità proposte da Robert Shiller. Si tratta di un multiplo calcolato ponendo a numeratore il valore dell'indice e a denominatore la media degli utili degli ultimi dieci anni, corretti per l'inflazione. Questo accorgimento consente di smussare gli utili dalle componenti stagionali, dovute all'altalenante andamento del ciclo economico; per questo motivo, talvolta, il multiplo viene anche indicato con l'acronimo *Cape* (Cyclically Adjusted Price Earnings).

Il *Cape* ha due interessanti proprietà: tende a oscillare attorno alla propria media storica e il suo inverso (lo *earnings yield*) costituisce un'eccellente stima del rendimen-



Fonte: elaborazioni Cellino e associati Sim su dati Shiller

to reale atteso di lungo periodo del mercato azionario. Con riferimento all'indice americano S&P 500 il *Cape* vale oggi circa 19: se ne può quindi stimare, calcolando l'inverso, un rendimento reale atteso di lungo termine pari al 5,2% annuo.

Si tratta di un rendimento così misero da giustificare tanto allarmismo? Non ci sembra proprio, tenuto conto che negli ultimi 140 anni il mercato azionario ha reso mediamente il 6,5% annuo e che un titolo di Stato Usa decennale indicizzato

all'inflazione offre oggi un rendimento reale del 1,4%. L'aleatorietà del rendimento atteso azionario è dunque controbilanciata da un premio per il rischio del 3,2%, inferiore a quello offerto in passato, ma ancora di tutto rispetto.

Per avere un'idea di cosa sia una bolla speculativa si tenga conto che nel marzo del 2000, in piena bolla tecnologica, il *Cape* dell'indice S&P 500 raggiunse addirittura il livello di 44, mentre l'*earnings yield* era pari al 2,3% e il premio per il rischio era

addirittura negativo (cosa evidentemente assurda). Evocare lo spettro di una bolla sui mercati azionari, che inevitabilmente conduce il pensiero al 2000, è dunque fuori luogo, considerata la profonda differenza esistente con la situazione attuale. Certo, quando il mercato azionario nel marzo di quest'anno ha toccato il minimo, l'*earnings yield* era ben più alto di oggi, all'8,4%. Gran parte di quei rendimenti eccezionalmente alti che il mercato prometteva a marzo è stata dispensata nel corso di questi ultimi mesi. Ciò non significa però che il mercato sia ora entrato in una bolla: più semplicemente, come ha detto lo stesso Shiller in una recente intervista «si possono ancora comprare azioni, ma non aspettatevi i guadagni dei mesi scorsi».

Nel citato articolo di Münchau, per giungere alla conclusione che il mercato azionario sia in bolla, il *Cape* viene definito come la media mobile a dieci anni del rapporto prezzo utili aggiustato per l'inflazione e non, come sarebbe invece corretto, come rapporto fra il prezzo corrente e la media degli utili degli ultimi 10 anni. Si tratta di una sfumatura nella definizione, che però cambia radicalmente il risultato: applicando il modello allo S&P500, infatti, si ricava una sopravvalutazione del 15-20%, e non una superiore al 35-40%, come sostiene l'autore. Come detto, tale sopravvalutazione implica inferiori rendimenti attesi inferiori alla media storica, ma non depone certo a favore della tesi di una bolla speculativa. (riproduzione riservata)

*ad Cellino sim
**responsabile ufficio studi Cellino sim