COPERTINA

BORSA A 10 anni esatti dai massimi delle follie di internet e a 12 mesi dai minimi segnati con la crisi subprime, i mercati azionari vivono una fase di passaggio dopo il maxi rimbalzo partito nel marzo 2009. Ma non sono sopravvalutati. Come capire quando i prezzi sono troppo alti

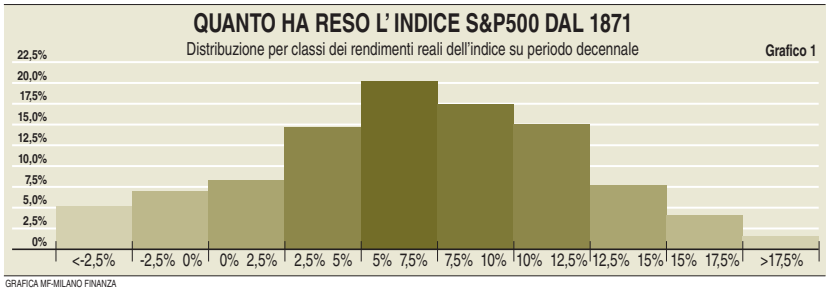
Tranquilli, non c'è bolla

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

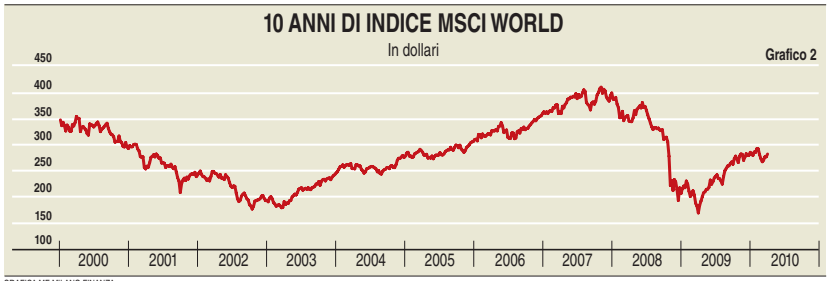
La sera del 24 marzo del 2000 l'indice S&P 500 della borsa americana terminò la seduta a quota 1527,46, in rialzo, rispetto al giorno precedente, di un frazionale 0,01%. Il livello raggiunto quel giorno, però, non solo rimase inviolato per molti anni, ma, di lì a poco, entrò nella storia come la quota massima raggiunta dal mercato azionario durante la fase della bolla speculativa della new economy.
I dieci anni trascorsi da quella data sono un intervallo di tempo sufficiente per valutare le conseguenze di quell'evento e la natura di ciò che si definisce bolla speculativa. Qualche numero aiuterà a comprendere meglio che cosa sia accaduto nel corso del decennio che si è appena concluso. Dal marzo del 2000, tenuto conto dei dividendi distribuiti dalle società, l'indice americano ha offerto un rendimento annuo composto negativo dello 0,9%; tale perdita si aggrava ulteriormente se si aggiunge la riduzione di potere d'acquisto dovuta all'inflazione: il mercato azionario americano segna un passivo del 3,1%. Sono numeri pesanti, che secondo alcuni mettono in crisi il principio che vuole le azioni una scelta premiante rispetto ad altri tipi di investimento, a condizione di disporre di un orizzonte temporale adeguato. L'andamento della borsa nel decennio che si sta concludendo, tuttavia, non sembra sufficiente a modificare l'appetibilità dell'investimento azionario come scelta di lungo termine: ciò a cui abbiamo assistito dal 2000 è stato un fenomeno eccezionale, derivante da uno stato patologico del mercato (la bolla speculativa della tecnologia) e non si possono trarre regole di carattere generale osservando un decennio viziato da un'anomalia di partenza così rilevante.

L'eccezionalità di quanto accaduto è ben evidenziata dall'analisi storica dei rendimenti decennali annualizzati dell'indice americano, da fine '800. Per la costruzione di questa analisi abbiamo considerato tutti i decenni di possesso delle azioni, calcolati con scansione mensile a partire dal gennaio 1871 per giungere fino al marzo del 2000, mese di inizio dell'ultimo decennio analizzato. Ne sono derivati 1.551 periodi decennali, per ciascuno dei quali abbiamo calcolato il rendimento annuo reale (al netto dell'inflazione) dell'investimento in azioni. La distribuzione per classi dei risultati ottenuti è rappresentata dagli istogrammi del *grafico 1* in alto. Come si può osservare, i decenni caratterizzati da rendimenti negativi sono una netta minoranza (circa il 12%), e ancora meno numerosa (solo il 5% delle osservazioni) è la classe dei rendimenti negativi nell'ordine del 2,5% o più, alla quale è riconducibile la performance annua dell'indice dal marzo 2000. La gran parte delle osservazioni, circa i due terzi del totale, si concentrano nelle classi di rendimento comprese fra il 2,5% e il 12,5% annuo, ossia attorno al valore medio di tutti i decenni esaminati, pari al 6,8%.
Non vi è dubbio, dunque, che la perdita annua del 3,1% osservata dai picchi della bolla costituisca un dato eccezionalmente negativo e raro. Nonostante questo, considerata la sua gravità, è naturale chiedersi se e come, grazie all'esperienza, tali disastri possano essere in futuro evitati. Le bolle sono oggettivamente individuabili e misurabili: per quanto attiene, invece, la possibilità di evitarle, rende bene l'idea il pessimismo dello storico Niall Ferguson che in un recente saggio ha scritto: «Nulla illustra più chiaramente quanta fatica facciano gli esseri umani a imparare dall'esperienza quanto la ripetitiva storia delle bolle del mercato azionario». Se è dunque inevitabile che gli uomini ripetano periodicamente i medesimi errori, sarebbe quanto meno desiderabile, viste le gravi conseguenze che possono derivare dallo scoppio di una bolla speculativa, disporre di strumenti idonei a intercettarne la presenza. La maggior parte degli osservatori cerca di individuare le bolle speculative dei mercati azionari sulla base di considerazioni che si potrebbero definire di tipo comportamentale. La presenza delle bolle viene infatti associata all'apparire di particolari fenomeni sociali quali, ad esempio, l'euforia collettiva, oppure l'idea che il mondo sia cambiato radicalmente, o ancora, la diffusione dell'investimento azionario presso categorie di risparmiatori che, sino a quel momento, non si erano mai avvicinate alla borsa. Emblematico, a quest'ultimo proposito, l'aneddoto del celebre miliardario John D. Rockefeller, il quale avrebbe evitato le conseguenze del crollo del 1929, vendendo in un solo giorno tutte le proprie azioni, preoccupato dal fatto che un lustrascarpe gli avesse chiesto un consiglio su quali titoli acquistare. Questa storiella, per lo snobismo di cui è infarcita, suona piuttosto sgradevole: sulla sua veridicità, peraltro, esistono non pochi dubbi. Oltretutto, il povero lustrascarpe, che in talune altre versioni è un taxista o uno strillone, era in ottima compagnia, visto che il grande economista Irving Fisher, pochi giorni prima del crollo del giovedì nero, si era prodotto in questa imbarazzante previsione: «Mi aspetto che il mercato azionario sarà molto più alto di oggi nel giro di pochi mesi». Insomma, dall'osservazione dei comportamenti della massa difficilmente si possano dedurre prove dell'esistenza di una bolla: al massimo, certi episodi possono costituire indizi della sua presenza, ma solo un approccio quantitativo è in grado, misurandola, di accertarne l'esistenza.

Esiste un'imponente mole di dati relativi alla borsa americana, dall'analisi dei quali si è potuto verificare che il rendimento ottenibile dall'investimento in azioni di una certa società (o da un paniere di titoli) è strettamente collegato al rapporto esistente fra il prezzo pagato per acquistare tali azioni e gli utili che tale società è in grado di realizzare.
Oggi, sulla base di tali osservazioni, sappiamo che acquistare un indice azionario a un prezzo pari a 33 volte gli utili (a tanto era arrivato l'indice S&P 500 nel 1929) è una scelta piuttosto azzardata; la lezione, peraltro,



GRAFICA MF-MILANO FINANZA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

DIECI ANNI SULL'INDICE NASDAQ...

Grafico 3

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

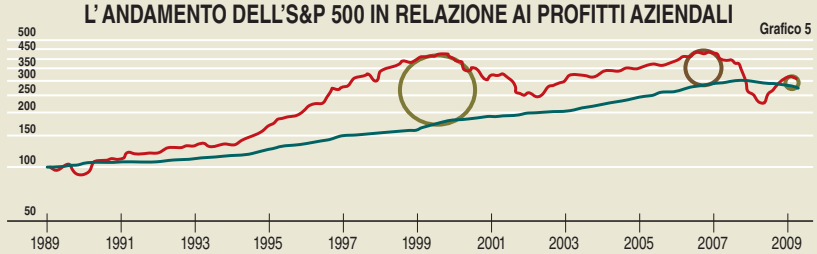
... E SULL' EUROSTOXX600 TECHNOLOGY

Grafico 4

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

L' ANDAMENTO DELL'S&P 500 IN RELAZIONE AI PROFITTI AZIENDALI

Grafico 5



Fonte: elaborazioni Cellino e associati Sim su dati Shiller

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

era già nota nel 2000, ma questo non impedì a molti investitori di arrivare a pagare l'indice S&P 500 sino a 44 volte gli utili, a riprova di quanto sia faticoso, per gli uomini, imparare dall'esperienza. Che insegna che, in un mercato azionario sano, i prezzi delle azioni non possono crescere a un tasso superiore a quello cui crescono gli utili. Generalmente, durante la formazione delle bolle speculative, a questa affermazione viene contrapposta la certezza che, in futuro, gli utili cresceranno enormemente, colmando così il disallineamento che si è venuto a creare in relazione ai prezzi. Per questo motivo le bolle azionarie si formano soprattutto in coincidenza con l'affermarsi di un'innovazione tecnologica, capace di creare l'illusione di un futuro di crescita e prosperità senza precedenti. Nel caso della bolla del 2000, come è noto, internet era la molla grazie alla quale si sarebbe entrati nell'era della new-economy, caratterizzata da una crescita tumultuosa delle aziende legate alle nuove tecnologie e, a cascata, dell'intera economia mondiale. A poco a poco, con il diffondersi di un crescente ottimismo, le prospettive di utili divennero eccezionali anche per società che con la tecnologia avevano ben poco a che fare. A posteriori possiamo dire che in questi dieci anni la rete ha realmente cambiato in meglio le nostre vite, ma ha avuto un impatto di gran lunga inferiore alle attese sui profitti delle società ad essa riconducibili. Molte start-up di allora (definizione molto di moda dieci anni fa per un'azienda appena costituita da valutare in base a multipli di fatturato e non di profitti, ancora inesistenti) sono ora un lontano ricordo, affondate insieme agli ambiziosi business plan (altro termine abusato in quei tempi) con cui si erano presentate ai mercati. Le società che sono sopravvissute evidenziano oggi una capacità di realizzare utili non dissimile da quelle tradizionali, a prescindere dalla tecnologia. I prezzi di borsa di questi titoli sono quindi ritornati a livelli realistici, distanti da quelli osservati dieci anni fa. L'emblema di questo percorso sono gli indici dei titoli tecnologici: fra questi, quello che durante la bolla stuzzicava più di tutti gli appetiti degli investitori era certamente l'indice Nasdaq.

La portata del crollo dei mercati azionari dovuto alla bolla speculativa dei titoli tecnologici appare oggi ridimensionata dalla più recente e profonda caduta dei listini osservata tra il 2007 e il 2009, in conseguenza della crisi bancaria. Questo non appare, naturalmente, dall'osservazione dall'andamento degli indici tecnologici *(grafico 3 e 4 in alto)*, quanto piuttosto dall'esame dell'andamento del più generale indice Msci World *(vedere grafico 2 a pagina 10)*.
L'accostamento dei due eventi appare però fuori luogo: se il primo fu causato da elementi endogeni al mercato (l'oggettiva ipervalutazione raggiunta dai titoli azionari), il secondo è stato invece determinato da elementi esogeni al mercato azionario stesso, riconducibili a una scorretta politica creditizia condotta dalle banche americane. La bolla speculativa del 2007 non era nel mercato azionario, ma in quello immobiliare e nei finanziamenti ad esso collegati.
La figura affianco *(grafico 5)* dimostra che, per quanto sopravvalutato, nel 2007 il mercato azionario non aveva raggiunto livelli degni di essere definiti da bolla speculativa. Il grafico rappresenta gli utili normalizzati (media degli utili degli ultimi dieci anni deflazionati) e i prezzi dell'indice S&P 500 a partire dal dicembre 1989, data in cui i due valori sono stati ricondotti a una base comune pari a 100. Il punto di partenza di questo tipo di rappresentazioni è molto importante: non a caso abbiamo scelto la fine degli anni '80, poiché in quel momento, prima che iniziassero le follie finanziarie degli anni '90, il mercato poteva dirsi correttamente valutato.
Se, come abbiamo detto, in un

(continua a pag. 12)

(segue da pag. 11)

mercato sano prezzi e utili devono crescere a un tasso simile, possiamo misurare il grado di sopra/sottovalutazione delle azioni mediante la differenza positiva/negativa rilevabile fra la curva rappresentativa dei prezzi e quella rappresentativa degli utili. Le tre ellissi misurano il grado di sopravvalutazione dell'indice in tre momenti importanti: il picco del 2000, il massimo del 2007 e oggi. Lo scollamento fra prezzi e utili raggiunto nel 2000 è evidente: le possibilità che la curva degli utili recuperasse il divario con quella dei prezzi in tempi ragionevoli, erano, come detto, legate all'avvento di una nuova era che non si realizzò. In corrispondenza dei massimi del 2007 il mercato americano risultava sopravvalutato, ma le condizioni di bolla non erano presenti poiché, grazie a una normale crescita degli utili, sarà in futuro sufficiente una crescita dei prezzi inferiore alla media storica e non una loro riduzione, per sanare il divario venutosi a creare sui quei massimi. Infatti, molto probabilmente nel 2017 gli investitori che hanno comprato nel 2007 non si troveranno nelle condizioni in cui versano oggi coloro che hanno acquistato nel 2000.

La situazione attuale si commenta da sé: in un'ottica di lungo termine il mercato risulta solo leggermente sopravvalutato, per cui parlare, come alcuni fanno, di una nuova bolla speculativa è assolutamente fuori luogo. Ciò significa che, disponendo di un orizzonte temporale adeguato, le azioni rappresentano anche oggi un investimento piuttosto interessante.
Come si può notare sempre dal grafico al centro della pagina precedente, dal 1989 gli episodi di sottovalutazione del mercato azionario americano sono stati solamente due, a riprova di quanto il periodo osservato sia stato caratterizzato da un notevole grado di euforia. La curva del prezzo è scesa al di sotto di quella degli utili in corrispondenza della prima guerra del Golfo, negli ultimi mesi del 1990 e, in modo più marcato, nel marzo del 2009, in corrispondenza dei minimi raggiunti dall'indice S&P 500 a seguito della crisi finanziaria e del fallimento della banca d'affari Lehman Brothers. L'osservazione del grafico consente quindi di comprendere le ragioni di quei commentatori, fra i quali anche i sottoscritti, che un anno fa definivano la situazione del mercato azionario come la migliore opportunità di ingresso degli ultimi venti anni.
(riproduzione riservata)