

di Oliviero Lenci
e Silvio Olivero*

Da qualche tempo l'economista americano Robert J. Shiller invita gli investitori alla cautela poiché, secondo i suoi calcoli, l'indice azionario americano S&P500 risulta sopravvalutato. L'analisi di Shiller è fondata sul Cyclically Adjusted Price Earnings (Cape), un indicatore da lui stesso ideato e di cui ha verificato statisticamente la capacità di anticipare i rendimenti prospettici decennali del mercato azionario americano. Il Cape è il rapporto fra il prezzo dell'indice e gli utili delle società che lo compongono; è dunque identico al rapporto prezzo/utile molto popolare fra gli investitori, ma con un'importante differenza nel denominatore che, anziché essere l'utile dell'anno corrente o di quello successivo, viene calcolato come media dei profitti dei dieci anni passati, in modo da depurare i dati più recenti da anomalie congiunturali. Quando il Cape si trova al di sotto della propria media storica, il rendimento che ci si può attendere nel lungo termine dalle azioni è superiore a quello che le azioni stesse hanno mediamente offerto nel passato; al contrario, quando l'indice si trova al di sopra di tale media, le azioni rischiano di rivelarsi, sempre nel lungo termine, meno redditizie della norma. La relazione fra Cape e rendimenti attesi, oltre che dall'evidenza empirica, è sostenuta anche dalla teoria del valore fondamentale delle azioni, sulla base della quale il

ANALISI Secondo l'indicatore elaborato dall'economista americano Shiller le borse europee presentano un'evidente sottovalutazione. Giustificata solo in parte dalla crisi dell'euro. La più promettente? Senz'altro Piazza Affari

Milano gioca la carta Cape

LE PERFORMANCE ATTESE SEGNANO IL CAPE

	Cape marzo 2009	Cape novembre 2011	Rendimento annuo atteso per i prossimi 10 anni (1/Cape 2011)
Italia	6,2	7,3	13,7%
Francia	8,6	10,3	9,7%
Germania	10,4	14,1	7,1%
Spagna	9,4	10,4	9,6%
USA	11,1	20,8	4,8%

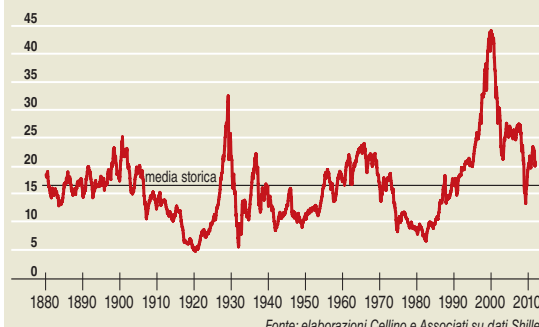
Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet, Shiller

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

rendimento atteso reale (cioè al netto dell'inflazione) è pari al rapporto fra utili e prezzo, ossia all'inverso del Cape. Considerato che oggi il Cape dell'indice S&P500 vale circa 21 (contro una media secolare di 16) non si può che essere d'accordo con Shiller: le azioni americane non sono a buon mercato, anche se non sono certamente sopravvalutate come durante la bolla del 2000, quando l'indicatore toccò quota 44. Chi investe oggi nell'indice S&P500, probabilmente, otterrà nel prossimo decennio rendimenti inferiori a

quelli storici. In passato il modello di Shiller si è rivelato efficace: ne sa qualcosa chi nel marzo del 2009 ha creduto nella notevole sottovalutazione dell'indice Usa, il cui Cape, al culmine della crisi dei mutui subprime, era sceso sino a quota 11. Da allora lo S&P500 ha messo a segno un rialzo di oltre l'80%, anticipando, in un lasso di tempo relativamente breve, quel sovrarendimento di lungo periodo che il basso Cape aveva segnalato. In realtà i livelli di sottovalutazione più forti, a partire dai

L'INDICE DI SHILLER RISPETTO AL S&P 500



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

rilevanti, sono spesso accompagnati da situazioni congiunturali estremamente tese, capaci di convincere gli investitori che i bassi prezzi delle azioni siano giustificati da imminenti sciagure, mentre il più delle volte, coerentemente con l'analisi di tipo comportamentale cui si ispira Shiller, i livelli estremi raggiunti dal Cape (sia quelli esageratamente alti, sia quelli esageratamente bassi) sono il frutto degli eccessi di euforia e di pessimismo che contagiano gli investitori. Così era nel 2009, quando il sistema economico mon-

diale appariva prossimo al tracollo e tutti i mercati azionari, non solo quello americano, quotavano a multipli estremamente sacrificati. Ecco perché tutti i listini, Wall Street e Dax in testa, hanno sovraperformato rispetto alla loro media storica, a partire dai minimi del 2009. Oggi, come detto, l'indice S&P500 non è depresso, ma lo sono i mercati europei, dove i dubbi sulla capacità della politica di risolvere la crisi dell'euro costituiscono l'humus ideale per alimentare le paure degli investitori. Più che la disastrosa Grecia la chiave di volta sarà l'Italia che deve dimostrare una volta per tutte la forza del proprio sistema economico e la sostenibilità della propria finanza pubblica. Su questo punto il *Rapporto sulla stabilità finanziaria* recentemente pubblicato dalla Banca d'Italia autorizza un certo ottimismo.

Alla luce di queste considerazioni e del pessimismo fosse eccessivo che circonda le sorti dell'Europa, è interessante calcolare il Cape per alcuni mercati azionari europei. Il risultato del lavoro è presentato nella tabella in pagina, che, oltre all'attuale Cape, riporta anche quello calcolato sui minimi del marzo 2009. Come c'era da attendersi, il Cape è molto salito per i mercati che più sono cresciuti negli ultimi due anni, i quali, per certi versi, hanno pagato in anticipo i sovrarendimenti evidenziati dal modello nel 2009 ed ora, sulla base dello stesso modello, dovrebbero iniziare a crescere a ritmi meno sostenuti. Esiste comunque una distinzione piuttosto evidente fra l'Europa e gli Usa: è nei mercati del Vecchio continente che si nascondono le migliori opportunità. D'altro canto, come detto, è proprio sull'euro che si concentrano i timori di collasso. Non sfuggirà, infine, la condizione particolarmente favorevole in cui sembrerebbe versare il listino italiano: anche questo non stupisce, visto che il cuore del problema europeo è l'Italia. (riproduzione riservata)

*presidente e responsabile ufficio studi Cellino e associati sim