

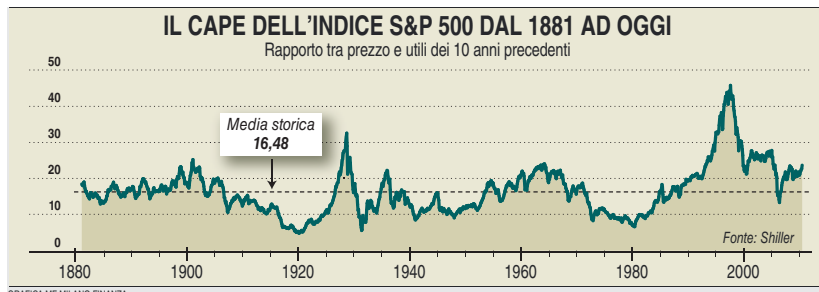
**ANALISI** Dal calcolo dell'indice Cape, che mette in relazione i prezzi delle azioni con la media degli utili degli ultimi 10 anni, emergono la corretta valutazione di Wall Street e la convenienza di Londra, Milano e Madrid

# In borsa non si vede bolla

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

**N**ei primi giorni di aprile, l'indice S&P 500 della borsa americana ha eguagliato il proprio massimo storico, risalente all'ottobre del 2007, per poi superarlo e realizzarne di nuovi nei giorni successivi. La notizia ha fatto il giro del mondo, inducendo la falsa convinzione che molti mercati azionari si trovino nella medesima condizione di quello Usa. In realtà non è così: sono infatti pochi i mercati, tra quelli principali, che sono sui massimi storici. Lo si può verificare esaminando la prima colonna della tabella, che indica, per ciascun mercato azionario, la variazione dei prezzi necessaria per ritornare sul massimo, sulla base degli indici della Morgan Stanley. Come si può notare solo i prezzi delle azioni americane e del Regno Unito possono dirsi davvero arrivati sul punto più alto del loro cammino; altrove, sia pure in presenza di rilevanti differenze, la strada appare ancora lunga. Gli indici più lontani si trovano soprattutto in Europa - dove l'Italia detiene il non invidiabile primato della maggiore distanza dal picco - e in Giappone che comunque è tornato ai livelli del 2008. Il dato sulla Germania potrebbe apparire in contrasto con quanto spesso affermato dai media, ma occorre precisare che l'indice generalmente comunicato dagli organi di informazione (il Dax 30) è un indice di performance che incorpora, oltre alle variazioni di prezzo, anche il reddito derivante dai dividendi. Tale indice, recentemente salito oltre il precedente massimo storico, non è quindi idoneo a segnalare un massimo dei prezzi.

**Hanno dunque** relativamente poco valore gli inviti alla prudenza basati sull'incompatibilità fra il contesto economico incerto e le quotazioni azionarie giunte sui massimi. Se è infatti vero che l'incertezza domina sul futuro dell'economia mondiale, non è invece vero, almeno in molti casi, che i prezzi delle azioni non ne tengono conto. Si può anzi affermare che i corsi azionari, in alcuni mercati, scontano condizioni economiche non solo incerte, ma decisamente pessimistiche.



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

## LA DISTANZA DEI LISTINI DAI MASSIMI

	Variazione dei prezzi necessaria per ritornare sui massimi storici	Cape (Cyclically Adjusted Price Earnings)
◆ Francia	63%	12,7
◆ Italia	165%	7,0
◆ Germania	44%	15,7
◆ Spagna	94%	8,9
◆ Svizzera	20%	19,7
◆ Regno Unito	3%	11,0
◆ Giappone	129%	25,4
◆ Usa*	-4%	23,2

\* Il valore negativo riportato per le azioni americane nella prima colonna indica che il precedente massimo storico è stato superato: dunque, a differenza degli altri mercati, per ritornarvi i prezzi devono scendere

Fonte: elaborazione Cellino e Associati Sim su dati FactSet, Shiller

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Per verificare quest'ultima affermazione, il mero confronto fra i prezzi attuali e i massimi storici non è però sufficiente: occorre infatti misurare la relazione fra i prezzi correnti e la capacità dei titoli azionari di remunerare gli investitori.

**A tal fine** abbiamo calcolato il Cape (Cyclically Adjusted Price Earnings) di alcuni mercati azionari: si tratta del rapporto fra prezzo e utili, calcolato utilizzando al denominatore, piuttosto che gli utili correnti o attesi, la media degli utili degli ultimi dieci anni. Questo aggiustamento consente di ottenere un valore dell'utile che tenga conto sia degli anni particolarmente favorevoli sia di quelli negativi; si ottiene così una grandezza non influenzata da valori estremi, ma riconducibile a condizioni di normalità. È stato verificato sul mercato americano (quello per il quale sono disponibili statistiche di più lungo periodo) che il Cape tende a oscillare attorno alla propria media per effetto dell'azione del prezzo: quando il Cape sale troppo, quindi, i prezzi delle azioni sono destinati a scendere per riportarlo in media; al contrario, quando il Cape è troppo basso, il ritorno verso la media sarà guidato dalla risalita dei prezzi. Osservando la seconda co-

lonna della tabella e tenendo presente che, approssimativamente, lo spartiacque fra i Cape relativamente elevati e quelli relativamente bassi è 15, possiamo ricavare interessanti informazioni.

**Innanzitutto** si può osservare che la distanza dai massimi non è, da sola, capace di spiegare molto. Se infatti per le azioni Usa vale l'idea intuitiva che vuole azioni sui massimi e prezzi relativamente cari, nel Regno Unito questa regola viene meno. Risultano anche relativamente care le azioni svizzere, mentre, coerentemente con l'enorme distanza che le separa dai picchi, appaiono a buon mercato le azioni italiane e quelle spagnole; Francia e Germania, infine, presentano livelli di Cape accettabili. Un discorso a parte lo merita certamente il Giappone, il cui Cape sembrerebbe elevato, peraltro in contraddizione con la notevole distanza che separa il livello attuale dei prezzi dai massimi storici. Per la borsa di Tokyo, però, le comuni metriche di valutazione potrebbero risultare fuorvianti, poiché concepite per valutare titoli azionari di economie che si trovino in condizioni normali. Dopo trent'anni di deflazione e di tassi nominali costantemente a zero, l'economia giapponese non può certamente dirsi normale e

multipli così elevati potrebbero non essere eccessivi.

La situazione dell'indice S&P500 merita, per l'importanza che rivestono la borsa e l'economia statunitensi, un'analisi più approfondita. Il Cape dell'indice Usa è rappresentato nel grafico qui riportato in una prospettiva di lungo periodo, da cui si può osservare che il multiplo è ormai ampiamente al di sopra della propria media storica: ne deriva che, nel lungo termine, la borsa americana dovrebbe offrire rendimenti inferiori a quelli del passato. D'altro canto, il Cape dello S&P 500 è oggi più basso dei picchi da cui sono partiti gli ultimi due ribassi (46 nel 2000 e 28 nel 2007): per la borsa americana si può dunque parlare di sopravvalutazione, ma non certo di bolla speculativa.

**Le valutazioni** dei listini prese in considerazione appaiono quindi molto differenziate, ma si può affermare che i mercati abbiano assegnato a ciascuna borsa livelli di multipli coerenti. Negli Usa, come detto, il Cape è piuttosto elevato, ma certamente l'economia americana non è fra quelle più deboli, mentre là dove la crisi sta mordendo con maggior ferocia le valutazioni dei titoli azionari appaiono compatibili con il contesto economico.

Un'ultima considerazione sulla già nominata tendenza del Cape a oscillare attorno alla propria media per effetto delle variazioni di prezzo: sono fondate proprio su questo modello le analisi realizzate nel corso dell'ultimo anno da autorevoli case di investimento che prevedono una sovraperformance dei mercati europei rispetto a quello americano. (riproduzione riservata)

\*presidente  
e responsabile ufficio studi  
Cellino e Associati sim