



ANALISI I multipli di Wall St sono alti in relazione alle stime sulla crescita dei profitti. Al contrario di quelli Ue. Ecco perché la borsa Usa potrebbe smaltire lentamente gli eccessi e quelle europee recuperare altro terreno

Correlati ma non troppo

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

La correlazione fra l'andamento dei diversi mercati azionari internazionali è un fatto piuttosto evidente, tanto da poter essere percepito anche senza ricorrere a sofisticate analisi statistiche. Il listino cui gli investitori di tutto il mondo guardano con maggiore attenzione è senza dubbio quello americano: non stupisce quindi che le notizie sugli eventi che possono impattare positivamente o negativamente su tale mercato siano attese con ansia in ogni angolo del pianeta e che le previsioni sul suo andamento futuro vengano spesso ribaltate sugli altri mercati. Ebbene, non è certamente un mistero che i prezzi delle azioni quotate a Wall Street siano molto saliti, fino a giungere al di là di quanto i fondamentali delle aziende americane, pur molto solidi, possano giustificare. Gli utili delle società che compongono l'indice Standard & Poor's 500, sebbene abbiano recentemente raggiunto il nuovo massimo storico, non sembrano giustificare le quotazioni raggiunte dai corrispondenti titoli azionari. Ciò discende dal fatto che gli attuali livelli di utile difficilmente saranno conservati in futuro: i profitti procedono infatti secondo uno schema ciclico e ai picchi raggiunti nel corso delle fasi di espansione economica seguono generalmente livelli molto più bassi, conseguenza delle fasi di recessione.

Per questo motivo i prezzi dei titoli azionari non devono essere messi in relazione con i soli utili del momento, per natura volatili, ma con il loro livello medio, ottenuto sulla base dei dati storici. Si comprende quindi perché il premio Nobel Robert Shiller si sia recentemente espresso in termini negativi sul mer-

L'EVOLUZIONE DEI MULTIPLI DI SHILLER SUI MERCATI INTERNAZIONALI

Mercati azionari

	Dicembre 1999	Settembre 2009	Giugno 2007	Febbraio 2009
♦ Italia	52,2	22,7	23,9	7,5
♦ Francia	49,7	21,3	26,7	9,7
♦ Germania	43,2	17,9	32,5	13,2
♦ Spagna	32,8	16,0	27,9	10,4
♦ Svizzera	39,6	22,3	31,1	14,6
♦ Regno Unito	28,6	15,6	17,7	8,3
♦ Usa	44,2	22,4	27,4	14,1

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati Sim su dati FactSet e Shiller

cato azionario americano che, secondo lui, potrebbe trovarsi nuovamente in una situazione di bolla speculativa. Lo proverebbe il livello raggiunto dal Cape (Cyclically adjusted price earnings), un indicatore ideato dallo stesso Shiller e costruito proprio rapportando il prezzo corrente delle azioni alla media degli utili degli ultimi dieci anni: per le azioni Usa questo indice è da molto tempo salito al di sopra del livello di guardia.

Come detto, se suona un campanello d'allarme a Wall Street suona in tutti i mercati del globo: indubbiamente la sopravvalutazione del mercato americano preoccupa, perché un aggiustamento al ribasso delle quotazioni dei titoli negoziati alla borsa di New York rischia di trascinare con sé tutti gli altri mercati. Tuttavia l'attuale sopravvalutazione di Wall Street non rappresenta ancora un rischio per gli altri listini azionari, o almeno non per tutti. La correlazione fra gli indici azionari, infatti, non è un mero fatto meccanico, e anche la leadership della borsa americana, pur indiscutibile, non deve essere considerata una regola priva di eccezioni. I mercati tendono a muoversi in modo simile soprattutto perché spesso subiscono all'unisono gli effetti delle medesime

variabili esogene, siano esse macroeconomiche, geopolitiche o di qualsivoglia altra natura. Anche per quanto riguarda le valutazioni, di norma, i mercati azionari tendono a essere sopra o sottovalutati nello stesso momento.

A conferma di quest'ultima affermazione si osservi la tabella in pagina in cui, per alcuni mercati azionari internazionali, è rappresentato il Cape in corrispondenza di importanti punti di svolta osservati negli ultimi anni. Un valore normale del Cape, che non implichi né sopravvalutazione né sottovalutazione del mercato, è indicativamente compreso fra 15 e 20: valori inferiori sono espressione di un mercato sottovalutato, valori superiori ne indicano, invece, un sopravvalutato. Nel dicembre 1999, per effetto della bolla speculativa che colpì il settore tecnologico, si era vicini ai massimi dei mercati azionari che precedettero il crollo del 2000/2001: tutti i mercati in quel momento risultassero straordinariamente sopravvalutati.

La seconda colonna della tabella mostra che, quando nell'autunno del 2002 gli indici ripresero a crescere, la sopravvalutazione della bolla speculativa era stata ovunque riassorbita e tutti i mercati si

trovavano nella condizione di corretta valutazione o di lieve sopravvalutazione.

Il giugno 2007 precede di poco la caduta dei prezzi dovuta alla grande recessione, a sua volta innescata dalla crisi dei mutui subprime. Come noto, il bilancio di quei ribassi fu piuttosto pesante, anche perché tutti i mercati (con la sola eccezione di quello britannico) partivano da quotazioni già piuttosto sopravvalutate. Infine, il febbraio del 2009 fu l'ultimo mese di ribasso prima che, superata la crisi, tutti i listini ritornassero a crescere: tale poderoso movimento prese il via partendo da livelli di sottovalutazione (in alcuni casi assai rilevante) di tutti i mercati. Dunque, i principali movimenti osservati sui mercati negli ultimi 15 anni hanno visto punti di partenza estremamente omogenei dal punto di vista del Cape.

Cosa possiamo dire del momento attuale? Certamente la situazione presente non esprime un livello di omogeneità paragonabile al passato, come è ben evidenziato dagli istogrammi in alto, che rappresenta il Cape attuale degli stessi mercati osservati nell'analisi storica precedente. Il mercato americano risulta effettivamente piuttosto caro e

anche quello svizzero denuncia un certo grado di sopravvalutazione. Due mercati, quello francese e quello tedesco, appaiono correttamente valutati, mentre è assai pronunciata la sottovalutazione delle borse italiana, spagnola e del Regno Unito. Una situazione così variegata non giustifica il timore che si possa avviare una fase di correzione generalizzata, anche se questa dovesse essere guidata dal mercato americano. A meno di una severa correzione di Wall Street, che peraltro lo stesso Shiller esclude, gli attuali livelli del Cape potrebbero anticipare un periodo, più o meno lungo, di andamenti scorrelati per i mercati azionari oggetto della nostra analisi.

Per la verità, una fase di questo genere è già in atto da qualche mese: il confronto più emblematico di come i mercati si stiano muovendo in ordine sparso è quello che contrappone l'andamento dell'indice Ftse Mib con lo S&P500, rappresentato nell'altra figura in alto. Da inizio anno il mercato italiano è cresciuto del 16% mentre quello Usa è sceso del 3%: non è dunque illusorio immaginare che i prezzi delle azioni americane possano smaltire lentamente gli eccessi mentre quelli dei mercati rimasti indietro recuperino parte del terreno perduto. È esattamente ciò che sta accadendo. Certo, questo può avvenire solo a condizione che l'eventuale ribasso della borsa americana si realizzi in modo graduale, senza traumi che finirebbero inevitabilmente per diffondersi agli altri mercati. Tuttavia a sostegno del decoupling fra Europa e Usa muovono diverse forze: prima fra tutte la più volte richiamata differenza nel Cape, ma anche il diverso stadio del ciclo economico (più maturo negli Usa), oltre alle differenti politiche monetarie, fra non molto tempo restrittiva in America nonostante il rinvio della Fed e probabilmente espansiva ancora per parecchio in Europa. (riproduzione riservata)

* presidente e responsabile ufficio studi Cellino e Associati