

WALL STREET/2 I multipli della borsa Usa sono lontani dai livelli iperbolici di inizio Duemila. Però, come ai tempi della new economy, anche oggi gli investitori sembrano credere che le regole del mercato siano cambiate

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

La bolla di The Donald

Nel marzo del 2000 l'indice S&P 500 del mercato azionario americano raggiunse quota 1.527,46 punti, allora massimo storico. Nello stesso periodo la media degli utili prodotti nei 10 anni precedenti dalle società appartenenti all'indice ammontava a poco più di 33 dollari: il rapporto fra il prezzo e tale media era dunque pari a 46, ma non furono molti in quel momento a prendere in considerazione quel dato. Fra i pochi che se ne preoccupavano c'era Robert Shiller, l'ideatore della metrica di valutazione oggi conosciuta come *Cape* (Cyclically Adjusted Price Earnings), la cui novità consisteva proprio nel porre al denominatore del rapporto la media degli utili degli ultimi 10 anni e non l'utile atteso o corrente, come generalmente fanno gli analisti. Si noti che all'epoca il valore medio storico del *Cape* (calcolato a partire da fine '800) era di 15,5 e Shiller, in uno studio che qualche anno più tardi contribuirà a fargli assegnare il premio Nobel per l'Economia, aveva verificato che in passato tanto più il *Cape* si era elevato al di sopra della propria media storica, tanto più magri si erano rivelati i rendimenti offerti dalle azioni nel decennio successivo.

Pochi davano credito a queste osservazioni, considerate superate dall'avvento di un mondo nuovo, dominato da una new economy frutto delle nuove tecnologie, grazie alle quali la capacità delle aziende di generare profitti sarebbe cresciuta enormemente: dunque le quotazioni azionarie non potevano essere giudicate con strumenti che guardavano al passato. Oggi possiamo affermare che il modello di Shiller ha funzionato molto bene, poiché nel decennio successivo a quel massimo l'investimento nell'indice S&P 500 ha prodotto una perdi-

ta del 23%, ridotta all'8% tenendo conto dei dividendi incassati. Questa premessa ci consente di evidenziare una certa analogia fra la bolla speculativa del 2000 e l'attuale situazione del mercato azionario americano. Prima di guardare alle similitudini, però, è opportuno mettere in chiaro una differenza: oggi il *Cape* dell'indice S&P 500 è pari a 29, livello decisamente superiore alla media storica (16,7), ma ancora lontanissimo dal valore toccato nel 2000 e, a nostro parere, non ancora a una quota tale da poter parlare di bolla speculativa. Infatti si osserva che nei casi in cui in passato il *Cape* dello S&P 500 si è trovato su livelli simili agli attuali (abbiamo considerato la fascia 27-29) in media nel decennio successivo il mercato azionario americano ha realizzato performance pari al 63% (inclusi i dividendi): si tratta di un rendimento annuo composto pari al 5%, inferiore al 9% realizzato dal 1871 a oggi dall'indice ma comunque significativamente positivo, a differenza di quanto accaduto dopo la bolla speculativa del 2000. Nel grafico, in cui è riportato l'andamento storico del *Cape* dal 1881 a oggi, sono evidenziati (con pallini rossi) i 5

episodi che abbiamo analizzato, nei quali l'indicatore si è trovato su livelli simili all'attuale (pallino verde). Come si può notare, il superamento di certe soglie era un tempo un fenomeno molto raro, che è diventato invece assai frequente negli ultimi 20 anni. Passando ora all'analogia fra la situazione attuale e quella di 17 anni fa, ci sembra che oggi si stia diffondendo, soprattutto negli Usa, la convinzione che le regole siano cambiate e che una «nuova new economy» sia alle porte. Questa volta però lo sconvolgimento delle regole non è da attribuire all'evoluzione tecnologica ma a un uomo di nome Donald Trump. Considerato fino alla vigilia delle elezioni un rischio per l'economia americana e globale, oggi Trump è infatti osannato come colui che, grazie a politiche economiche e soprattutto fiscali innovative, potrà riportare gli Usa in un'era di straordinaria prosperità. Dunque, prima ancora che si possa capire se la ricetta di Trump darà o meno i frutti sperati (e per questo certamente ci vorrà tempo), potrebbero essere i consumatori americani, la cui fiducia è ora tornata sui massimi precedenti la crisi dei mutui

subprime, a dare una sferzata all'economia e dunque ulteriore linfa al rialzo azionario, che, se dovesse continuare a lungo, condurrà a una vera e propria bolla speculativa: la bolla di Trump.

Va detto che le politiche di Trump tutto sono tranne che nuove: protezionismo, investimenti pubblici e taglio delle tasse sono strumenti nella disponibilità dei policy maker da tempo immemore. Ciò che di innovativo c'è in Trump è che ha convinto gli americani, prima in qualità di elettori e ora di investitori, che si possa realmente attuare un programma fatto di un cocktail di statalismo (spesa pubblica e protezionismo) e liberismo (taglio delle tasse): qualcosa che a noi invece ricorda il collodiano paese dei balocchi. Eppure, esattamente come accadde a cavallo della fine del secolo scorso, molti investitori pensano (o fingono di pensare) che le regole dell'economia siano cambiate, che la spesa pubblica possa essere incrementata mentre si abbassano le tasse e che il protezionismo possa portare solo benefici, ignorando i danni che derivano dall'applicazione di barriere analoghe da

parte degli altri Paesi verso gli Usa. Ecco perché improvvisamente i multipli con cui quota il mercato azionario americano non sembrano più preoccupare. Paradossalmente, se avesse vinto le elezioni Hillary Clinton, considerata la preferita dai broker di Wall Street, un rally come quello cui stiamo assistendo avrebbe avuto minori possibilità di realizzarsi. Clinton infatti rappresentava la continuità con il passato e in lei non si sarebbe potuto vedere il *game changer* che invece viene ora visto in Trump. La storia insegna che potrebbe esistere un margine di ulteriore crescita per i prezzi delle azioni di Wall Street: fino a quando la narrazione che sostiene l'euforia risulterà credibile, infatti, la crescita dei prezzi potrà continuare a inseguire i sogni degli investitori e viceversa, in una spirale rialzista che potrebbe condurre a una nuova bolla. Inoltre, i più accesi sostenitori di Trump non siedono certo a Wall Street ma si trovano nei ceti medio-bassi, quelli che gli analisti politici indicano come gli artefici del suo trionfo elettorale.

*presidente
**responsabile ufficio studi
Cellino & Associati Sim



GRAFICA MF-MILANO FINANZA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA