

ANALISI La lunga corsa e i timori del ritorno di volatilità potrebbero suggerire l'arrivo di una fase ribassista. Ma con questi tassi anticipare le vendite può essere un autogol. Anche se l'Europa promette di più

Wall St, vietato fuggire

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

La volatilità del mercato azionario Usa è scesa negli ultimi tempi a livelli che non si erano mai visti negli ultimi 40 anni. Alcuni osservatori descrivono tale condizione in modo allarmante, come se si trattasse della quiete prima della tempesta. In effetti, la volatilità tende a oscillare attorno alla propria media e dunque, prima o poi, il suo livello dovrà risalire; se a questo aggiungiamo che spesso i rialzi della volatilità si accompagnano a fasi di ribasso del mercato azionario, il timore appare ragionevole.

Per valutare la fondatezza di queste preoccupazioni, occorre analizzare l'andamento della volatilità annua dell'indice S&P 500: sono state prese in considerazione le osservazioni degli ultimi 40 anni dalla più piccola alla più grande per poi dividerle in quattro gruppi di egual numerosità. I valori che separano questi quattro gruppi sono detti quartili: tutti i valori di volatilità osservata inferiori all'11,6% (primo quartile) potranno dunque essere considerati relativamente bassi (poiché tre quarti delle osservazioni risultano superiori a tale soglia), mentre i valori superiori al 18,7% (terzo quartile) potranno essere considerati relativamente alti (poiché tre quarti delle osservazioni risultano inferiori a tale soglia). Il grafico rappresenta l'andamento della volatilità dell'indice S&P 500 negli ultimi 40 anni e il livello del primo e del terzo quartile. Nel periodo in oggetto si osservano alcuni episodi di volatilità relativamente bassa e si evince che a tali fasi non sono seguiti comportamenti univoci del mercato: in particolare, vi è un solo episodio, quello manifestatosi fra l'ottobre 2004 e il luglio 2007, che a posteriori si è rivelato una quiete prima della tempesta. Tutti gli altri periodi di bassa volatilità si sono rivelati fasi passeggerie di tendenze rialziste che sono proseguite anche quando la volatilità è tornata a crescere.

Combinando i dati della volatilità a quelli dei rendimenti dell'indice azionario, si nota che acquistando azioni Usa in corrispondenza dei periodi di bassa volatilità si sono realizzati rendimenti a un anno superiori alla media (15,6% a fronte dell'11,6% annuo medio del periodo), ma, soprattutto, che l'ingresso sul mercato in periodi di bassa volatilità non ha esposto l'investitore a forti ribassi. La peggior performance a un anno osservata, infatti, risulta pari al -13,2%, un valore molto contenuto se confrontato con la peggior performance del

RENDIMENTI REALI DI LUNGO PERIODO STORICI E PROSPETTICI			
	CAPE al 30/09/2017	Rendimento reale annuo atteso di lungo periodo	Rendimento reale annuo storico (ultimi 40 anni)
♦ Italia	16,2	6,2%	5,7%
♦ Francia	20,3	4,9%	8,4%
♦ Germania	20,1	5,0%	6,9%
♦ Spagna	13,5	7,4%	7,2%
♦ Svizzera	24,9	4,0%	7,4%
♦ Regno Unito	16,4	6,1%	7,1%
♦ Stati Uniti	31,2	3,2%	7,9%

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

GRAFICA MF-MILANO FINANZA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

periodo, pari al -43,3%. Insomma, avendo come riferimento temporale l'anno, i ribassi più severi si sono sempre realizzati a partire da livelli di volatilità superiori al primo quartile, con una concentrazione maggiore, come era da attendersi, fra i punti di partenza caratterizzati da volatilità superiore al terzo quartile. In altre parole, vendere cercando di anticipare il massimo del mercato è, in genere, meno conveniente che attenderlo e vendere successivamente perché, come ad esempio osserva Peter Oppenheimer, capo del-

le strategie azionarie globali in Goldman Sachs, le prime fasi dell'inversione, in media, non si caratterizzano per forti ribassi. Per avere invece una prospettiva di lungo termine sul mercato azionario Usa, è stato impiegato il Ciclically Adjusted Price Earnings (CAPE), ottenuto rapportando il livello corrente dell'indice alla media degli utili degli ultimi 10 anni. Si nota che tale indicatore, avendo superato quota 31, preannuncia un decennio di rendimenti significativamente inferiori alla media per l'indice S&P500. In tabella è riportato il CAPE di

alcuni mercati azionari internazionali, il rendimento atteso che ne deriva (pari all'inverso del CAPE) e il rendimento medio annuo composto degli ultimi 40 anni. L'analisi congiunta del livello della volatilità e del CAPE offre due interessanti spunti di riflessione. In primo luogo, sembra che l'attuale fase di bassa volatilità, tenuto conto della sopravvalutazione evidenziata dal CAPE, possa preannunciare più un'inversione che una prosecuzione del trend rialzista; in secondo luogo, potrebbe rivelarsi efficace attendere che tale inversione si manifesti, piuttosto che cercare di anticiparla.

Oltre alla lezione che viene dal passato, in questo momento vi sono parecchi motivi per attendere e non anticipare le vendite: basti pensare alla rara combinazione di bassi tassi di interesse e crescita economica sostenuta, senza dimenticare le attese per la riforma fiscale promessa da Trump. Dunque, l'attuale fase rialzista potrebbe avere ancora molto combustibile a propria disposizione, indipendentemente dal livello di sopravvalutazione raggiunto dall'indice.

In sintesi, il consiglio per gli investitori di lungo termine è di iniziare a sottoposare il mercato azionario Usa, ma di farlo con gradualità, considerato che l'analisi empirica suggerisce di non affrettare l'uscita.

Venendo all'Europa, come ben evidenziato dalla tabella, le prospettive di rendimento di lungo termine anticipate dal CAPE dei principali indici sono molto più promettenti, soprattutto se si guarda alla periferia. Va detto che gli elevati rendimenti attesi di Spagna e Italia incorporano premi per il rischio che potrebbero trovare giustificazione nelle complicate circostanze in cui versano i due Paesi: nel mezzo di una grave crisi istituzionale il primo, alle soglie di importanti elezioni politiche il secondo. La stagione degli elevati premi per il rischio potrebbe però essere vicina alla conclusione: infatti, anche se l'effetto del voto in Germania sarà probabilmente quello di orientare il processo di integrazione europea verso un minor grado di mutualizzazione dei rischi, tale processo appare avere raggiunto un'inerzia che difficilmente potrà essere contrastata. Occorreranno verifiche nel corso della campagna elettorale in Italia, ma l'impressione è che anche le forze politiche più euroscettiche (abbiano accettato l'idea dell'irreversibilità dell'euro. I mercati dovrebbero nel tempo prenderne atto, riducendo i premi per il rischio, a tutto vantaggio delle valutazioni dei mercati periferici. Il giudizio sui mercati azionari europei, il cui rialzo appare ancora lontano dalla fase di maturità che sta invece vivendo quello americano, resta quindi positivo.

* presidente e responsabile ufficio studi
Cellino e Associati