

Comunque la si guardi, Wall Street è sopravvalutata

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

Il nervosismo che si è diffuso sui mercati azionari nelle ultime settimane è spiegato dalla simultanea presenza di numerosi fattori destabilizzanti. Si pensi alla spada di Damocle dei dazi del presidente Donald Trump che pende sul commercio internazionale, all'ascesa dei rendimenti dei titoli di Stato Usa, che rappresentano ora un temibile concorrente per il mercato azionario, e in ultimo anche alla tensione tra l'Italia e la Commissione europea in relazione alla volontà del nostro governo di deviare dal percorso di azzeramento del deficit strutturale.

Tre incognite non da poco, ma che, in quanto tali, non avranno necessariamente esito negativo. È infatti possibile che la guerra commerciale iniziata da Trump si riveli meno intensa e dannosa di quanto temuto, che i rendimenti dei Treasury bond fermino la propria corsa a livelli non lontani dagli attuali - non appena il ciclo economico americano avrà smaltito gli eccessi prodotti dagli stimoli fiscali - e che l'Italia e la Commissione, come auspicato dal presidente della Bce Mario Draghi, trovino un compromesso sul deficit. Dunque, ciò che oggi appare cupo domani potrebbe improvvisamente schiarirsi, aprendo la strada a rimbalzi dei prezzi delle azioni anche significativi.

Esiste però un dato oggettivo che, a nostro giudizio, farà di questi recuperi, se ci saranno, i colpi di coda di un rialzo che oramai è da considerarsi piuttosto maturo: ci riferiamo all'elevato grado di sopravvalutazione della Borsa Usa. Questa situazione emerge chiaramente dall'analisi delle quotazioni azionarie in relazione agli utili storici, effettuata con il *Cape* (Cyclically adjusted price earnings). Il *Cape*, introdotto dall'economista Robert Shiller, è ottenuto rapportando al prezzo corrente dell'indice S&P 500 la media degli utili deflazionati realizzati negli ultimi dieci anni dalle società che lo compongono. Questo indicatore ha il pregio di confrontare il livello attuale dei prezzi azionari con la media dei profitti che, considerando un periodo sufficientemente ampio da contenere sia fasi di espansione che di recessione, rappre-

senta una stima ragionevole degli utili futuri. Oggi il *Cape* ha raggiunto quota 32, indicando una sopravvalutazione del 45% dell'indice S&P 500 rispetto alla media degli ultimi 40 anni: questo è un valore che dovrebbe mettere in guardia gli investitori di lungo periodo, poiché l'analisi storica, basata su oltre un secolo di dati, suggerisce il profilarsi, per la Borsa americana, di una prolungata fase di rendimenti inferiori alla media storica.

Poco cambia se si osserva l'indice attraverso il rapporto fra il prezzo e gli utili attesi per i prossimi 12 mesi, il cosiddetto rapporto *price/earnings forward* (*Pe*)

esente da questo «strabismo valutativo». Si può invece osservare che, in corrispondenza dei punti di minimo, i due indicatori si avvicinano notevolmente: evidentemente, in tali circostanze, le stime degli analisti tendono ad assimilarsi ai dati storici. Se ne potrebbe dedurre una funzione pedagogica dei ribassi di Borsa, capaci di riportare a un sano realismo gli analisti e gli investitori. Tornando al tema della sopravvalutazione dello S&P 500, poiché il *Pe forward* si muove in uno spazio più ristretto, il minor distacco dalla propria media storica non è indicativo di un minor grado di sopravvalutazione rispetto a quello de-

IL CAPE E IL P/E FORWARD DELL'INDICE S&P 500



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

forward), spesso preferito al *Cape* dagli analisti. È vero che in questo caso il multiplo è molto più basso (circa 16) e distante solo del 15% dalla media degli ultimi 40 anni, ma si tratta di un indicatore differente, la cui dinamica non è paragonabile a quella del *Cape*.

Il grafico qui sopra consente di comprendere le differenze fra i due multipli. Come si può notare, la banda di oscillazione del *Cape* è decisamente più ampia di quella del *Pe forward*: il primo, dal 1979 a oggi, ha infatti oscillato fra 6,6 e 44,2, il secondo, invece, fra 6,2 e 25,6. È interessante notare come il *Pe forward*, via via che il mercato sale, cresca meno del *Cape*. Questo andamento indica che le stime di utile atteso elaborate dagli analisti sono in parte influenzate dall'atmosfera euforica che caratterizza i rialzi, giustificando così, entro certi limiti, i prezzi crescenti delle azioni con previsioni di utili sempre maggiori. Il *Cape*, lavorando su dati storici, è ovviamente

sumibile dal *Cape*. Si noti inoltre che sia il *Cape* sia il *PE forward* si trovano su livelli che, negli ultimi 40 anni, si sono visti solamente in occasione della bolla speculativa di fine anni 90, poi esplosa nel 2000, anche se entrambe le metriche sono ancora molto distanti dai massimi raggiunti in quell'occasione.

Si potrebbe estendere l'analisi ad altre aree geografiche, ricavandone indicazioni più rassicuranti, poiché, soprattutto in Europa, non mancano mercati azionari le cui valutazioni risultano assai più moderate di quelle osservabili negli Usa. Il peso dell'economia e dei mercati finanziari d'oltreoceano è però tale da imporre all'attenzione l'oggettiva sopravvalutazione dell'indice S&P 500 sopra descritta: un segnale che non dovrebbe essere trascurato. (riproduzione riservata)

*presidente

**responsabile ufficio studi di Cellino e Associati sim