

## Perché sui mercati la volatilità resterà a lungo

Come si ricorderà, nel corso degli ultimi mesi del 2018 i mercati azionari internazionali innestarono la retromarcia, spaventati dal rischio di un'imminente recessione. Il ribasso che ne derivò fu piuttosto severo e l'indice S&P 500 della borsa Usa, con un calo del 20%, realizzò il ribasso più consistente degli ultimi 10 anni. Il 2019 è invece iniziato all'insegna dell'ottimismo sulle prospettive dell'economia globale. Grazie a questo slancio, nel giro di poche settimane sono state ripianate buona parte delle perdite che i mercati avevano subito sul finire dello scorso anno, e non solo: l'indice S&P 500, al culmine di un rimbalzo avviato dopo il Natale del 2018, il 30 aprile di quest'anno ha raggiunto il nuovo massimo storico. Quando tutto sembrava tornato tranquillo, nel corso dei primi giorni di maggio i principali indici azionari mondiali hanno ricominciato a perdere terreno, con una flessione che, sempre guardando all'indice S&P 500, ha portato il mercato americano a perdere circa il 7% rispetto al recentissimo massimo storico. E qual è stato il motivo di questa nuova inversione degli indici azionari? Nuovamente il ciclo economico, sul cui futuro, da qualche settimana gli operatori sono tornati ad interrogarsi, dubbiosi.

Da circa otto mesi, quindi, i mercati azionari sono saliti sulle montagne russe: nel corso di un periodo così breve, il mercato Usa ha prima perso un quinto del proprio valore, poi ha raggiunto un massimo mai visto prima nella sua storia, per incamminarsi, in questi ultimi giorni, sulla china di una correzione già piuttosto profonda, di cui al momento non si può dire se sia conclusa o meno. La volatilità, che negli ultimi anni aveva raggiunto livelli straordinariamente bassi, ha dunque rialzato la testa. Come abbiamo detto, le oscillazioni dei listini coincidono con repentini cambiamenti di attese circa l'andamento del ciclo economico: dunque, questa maggior volatilità parrebbe essere importata dall'esterno e non dipendere da un cambiamento strutturale del mercato. A nostro giudizio, però, vi sono anche cause interne al mercato che giustificano il ritorno della volatilità: non dimentichiamo che i principali indici azionari sono in crescita dal marzo 2009, molti sono prossimi ai massimi storici e, so-

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

prattutto, alcuni presentano un grado di sopravvalutazione non trascurabile. I prezzi delle azioni Usa oggi esprimono un rapporto prezzo/utile prossimo a 30 considerando gli utili medi degli ultimi dieci anni, e la storia ci insegna che, in prospettiva, partendo da tali multipli, i rendimenti ottenibili nel lungo termine sono modesti. Questo particolare rappor-

lungi dall'essere un fenomeno passeggero, ci accompagnerà a lungo e, probabilmente, crescerà ancora, in quanto caratteristica tipica della fase di maturità dei mercati finanziari in corso. Se è relativamente semplice prevedere mercati azionari volatili nei prossimi mesi, più difficile, come sempre, è prevedere in quale direzione essi si muoveranno, stante il legame indissolubile con il ciclo economico.

Ciò che si può dire al riguardo è che gli elementi naturali che generalmente conducono al termine di una fase espansiva dell'economia, vale a dire l'innalzamento dell'inflazione cui le banche centrali reagiscono alzando i tassi di interesse, al momento non si sono palesati. Se il ciclo economico si concluderà a breve, come in questo momento i mercati temono, sarà dunque a causa di qualche fattore esogeno, da ricercare fra i tanti conflitti (commerciali e politici) che attraversano in questo momento il globo. Pensiamo allo scontro fra Usa e Cina, che da meramente commerciale sta assumendo sempre più le sembianze di un confronto strategico; pensiamo a quello, per ora sospeso, fra Usa ed Europa, avente ad oggetto soprattutto i dazi sulle automobili, al duello fra Trump ed il Messico, alla contrapposizione fra l'Italia e l'Unione Europea e anche, in ultimo, all'infinito negoziato sulla Brexit. Se l'economia entrerà in recessione, sarà perché su uno di questi fronti si assisterà a un'escalation tale da produrre una crisi capace di bloccare la crescita dell'economia reale.

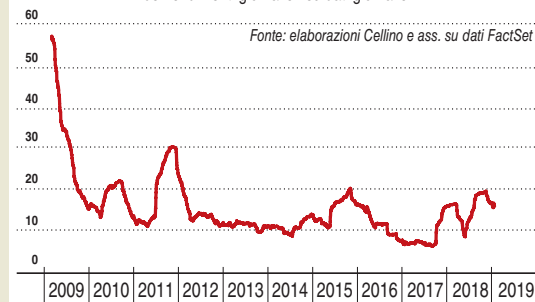
Al momento non sembra vi sia la volontà da parte di alcuno dei contendenti di arrivare a tanto, anche perché una recessione globale non farebbe il bene di nessuno (in particolare di Trump, che fra non molto dovrà giocarsi la rielezione), ma non si può escludere che la situazione sfugga di mano, anche contro la volontà dei contendenti.

Si può dunque rimanere relativamente ottimisti sul futuro della crescita globale e, quindi, dei mercati azionari, confidando nella prevalenza del buon senso sul terreno dei tanti focolai di crisi osservabili. (riproduzione riservata)

\*presidente  
\*\*responsabile ufficio studi  
Cellino e Associati sim

### LA VOLATILITÀ DELL'INDICE S&P

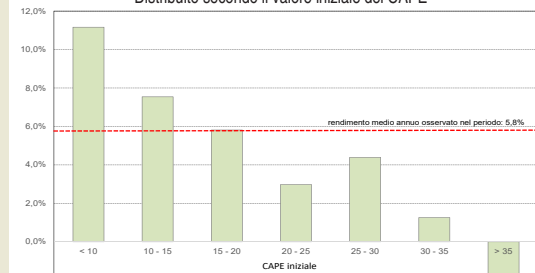
La volatilità è stata calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti giornalieri su dati giornalieri



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

### REND. MEDIO ANNUO REALE DECENNALE S&P500

Distribuito secondo il valore iniziale del CAPE



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

to fra il prezzo e l'utile, denominato Cape (Cyclically Adjusted Price Earnings), è stato introdotto dall'economista premio Nobel Robert Shiller. Tale indicatore, in passato, si è rivelato un ottimo previsore dei rendimenti di lungo periodo offerti dall'indice S&P500, come si può verificare osservando il grafico, dal quale si evince che, al crescere del Cape i rendimenti offerti dall'indice nel decennio successivo, in media, siano risultati decrescenti. Senza la tranquillità di avere di fronte buone prospettive di reddito, gli investitori diventano più nervosi e tendono a reagire con maggiore enfasi agli eventi, contribuendo così alla crescita della volatilità. Riteniamo pertanto che la volatilità,

la volontà da parte di alcuno dei contendenti di arrivare a tanto, anche perché una recessione globale non farebbe il bene di nessuno (in particolare di Trump, che fra non molto dovrà giocarsi la rielezione), ma non si può escludere che la situazione sfugga di mano, anche contro la volontà dei contendenti.