

## Dal Cape all'Ecy: come si valuta oggi un'azione

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

**N**egli ultimi 16 mesi sono mutate molte cose nelle nostre vite: limitandoci a qualche esempio, è cambiato il modo in cui lavoriamo, è cambiata la nostra spesa - nei contenuti e nel modo col quale la facciamo - abbiamo quasi del tutto dimenticato cosa sia uno spettacolo teatrale, mentre facciamo sempre più ricorso a servizi a domicilio.

Gli investitori hanno colto questi cambiamenti e, nella continua ricerca di vincitori e vinti, hanno privilegiato i titoli delle aziende che dal nuovo stile di vita e dalle nuove paure potrebbero trarre i maggiori benefici, come quelle dei settori tecnologico e health care, con il risultato che i titoli dei comparti considerati maggiormente difensivi hanno ampiamente superato le quotazioni pre-Covid, mentre i prezzi di altri, appartenenti ai settori più tradizionali, si trovano ora solo di poco sopra i minimi di un anno fa.

Alcune piccole società che oggi appaiono straordinariamente sopravvalutate diverranno in futuro, grazie alla capacità di aver colto il mutamento in essere, grandi multinazionali, mentre di molte altre probabilmente ci scorderemo anche il nome.

**Esiste però un altro** mutamento meno visibile, sotto traccia, che sta attraversando i mercati finanziari, anch'esso frutto delle circostanze eccezionali indotte dalla pandemia, probabilmente non destinato a divenire strutturale, ma che probabilmente durerà a lungo. Ci riferiamo al modo di prezzare i titoli azionari da parte del mercato, che risente, in questo particolare momento storico, del venir meno della possibilità di ottenere rendimenti adeguati dalle obbligazioni, contraltare tradizionale dell'investimento azionario.

L'abbattimento dei tassi reali privi di rischio è fenomeno diffuso, anche se in misura differente, su tutti i principali mercati finanziari: negli Usa il tasso reale a lungo termine dei titoli di Stato, cioè la differenza tra il rendimento offerto da un titolo di Stato decennale e il livello dell'inflazione, è leggermente negativo, mentre in Europa, considerato che il rendimento di un titolo decennale tedesco risulta inferiore allo zero (-0,2%), se si accetta come plausibile l'obiettivo di inflazione al 2% perseguito dalla Bce, il rendimento reale è addirittura pari al -2,20%. Il fenomeno era noto e presente, soprattutto in Europa, già prima della pandemia, ma le straordinarie politiche monetarie messe in atto dalle banche centrali nell'ultimo anno, unite alla possibilità tutt'altro che remota che la ripartenza del ciclo economico sia accompagnata da una ripresa dell'inflazione, lo hanno reso oggi macroscopico e generalizzato.

È in corso un vivace dibattito che contrappone coloro che ritengono che le attuali quotazioni azionarie siano irragionevoli a quelli che invece giudicano che l'attuale contesto giustifichi un diverso modello di valutazione e dunque valutazioni più elevate del normale.

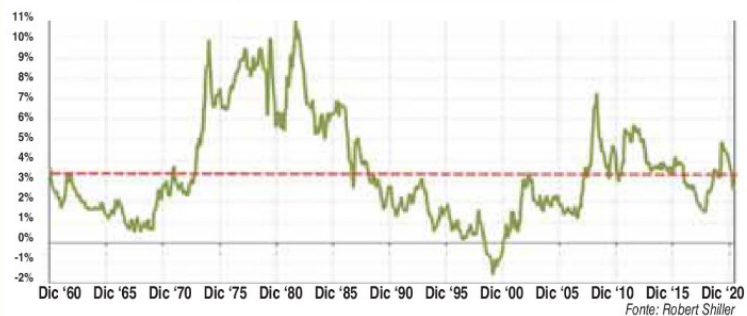
Tra le tante voci che animano questa controversia, è degna di attenzione, per autorevolezza ed originalità, quella di Robert Shiller, che proprio per i suoi studi sulla valutazione dei mercati azionari ha ottenuto il premio Nobel per l'Economia. L'originalità del contributo di Shiller consiste nel fatto che l'economista ha in parte ribaltato i risultati da lui stesso ottenuti dal suo ormai celebre indicatore, il Ciclically Adjusted Price Earnings (Cape), sulla base del quale ad oggi l'indice azionario Usa S&P 500 apparirebbe assai caro.

**Infatti tale indicatore**, ottenuto rapportando il prezzo corrente dell'indice alla media deflazionata degli utili degli ultimi 10 anni, è oggi straordinariamente al di sopra della media degli ultimi 50 anni e su livelli che, come si può osservare nel grafico che segue, nell'ultimo mezzo secolo si sono visti solo in corrispondenza della bolla speculativa del 2000. È proprio utiliz-

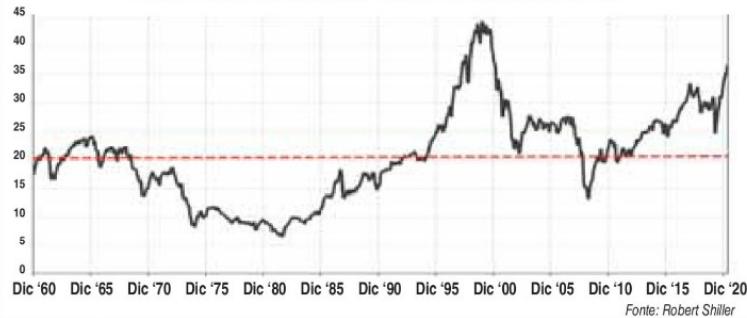
Stato decennale costituisce quindi una misura di quanto il maggior rischio cui espongono le azioni verrà remunerato rispetto al rendimento offerto dall'investimento privo di rischio: Shiller definisce questo indicatore Excess Cape Yield (Ecy). A differenza del Cape, quindi, si tratta di un indicatore il cui livello elevato segnala una situazione positiva per il mercato azionario e viceversa.

**In uno dei due grafici** pubblicati in pagina ne rappresentiamo l'andamento negli ultimi 50 anni. Da questo punto di vista la situazione è assai meno preoccupante di quanto denunciato precedentemente: l'indicatore è solo di poco inferiore alla media storica e il livello attuale non è un unicum, ma ha numerosi precedenti. Dal punto di vista dell'Ecy, dunque, il livello raggiunto dai prezzi delle azioni Usa appare oggi abbastanza giustificato dal livello dei ren-

L'ECY DELL'INDICE S&P 500 NEGLI ULTIMI 50 ANNI



IL CAPE DELL'INDICE S&P 500 NEGLI ULTIMI 50 ANNI



zando questo modello che lo stesso Shiller in passato aveva messo in guardia gli investitori dal rischio di sopravvalutazione dei mercati, ma in questo caso l'economista americano è entrato in conflitto con il suo stesso modello affermando che nella peculiare situazione in cui ci troviamo questo non è più in grado di valutare efficacemente il mercato.

**Se infatti è vero che partendo** da valutazioni così elevate i rendimenti futuri delle azioni non potranno che essere modesti, è anche vero che, in assenza di valide alternative, tali quotazioni e tali rendimenti potrebbero risultare congrui. Si può dimostrare che l'inverso del Cape, ossia il rapporto fra gli utili e il prezzo, detto earnings yield (Ey), costituisce una buona previsione del rendimento reale atteso di lungo termine delle azioni. La differenza fra l'Ey e il rendimento reale di un titolo di

dimenti obbligazionari straordinariamente bassi.

Abbiamo infine calcolato l'Ecy di alcuni mercati europei scoprendo che i livelli attuali, in tutti i casi superiori alla media dell'ultimo quarto di secolo, evidenziano una situazione dei mercati europei ancora più rassicurante di quella osservata negli Usa.

Il premio per il rischio pagato dalle azioni francesi, inglesi, italiane, spagnole e tedesche risulta dunque più promettente di quello offerto dai titoli americani e questa constatazione corrobora il nostro convincimento che, dopo la lunga cavalcata dei titoli tecnologici e dell'health care, sia ora giunto il momento di puntare sui titoli value e ciclici, maggiormente presenti negli indici del Vecchio Continente rispetto a quelli Usa. (riproduzione riservata)

\*responsabile Servizio di Gestione  
\*\*responsabile Ricerca e Analisi  
Giotto Cellino sim