

10 marzo 2009 0:00

Overshooting: il rischio attuale del mercato azionario

di [Alessandro Pedone](#)



Il mercato azionario mondiale è sottovalutato? Sì!

E' il momento di comprare? No!

E' il momento di vendere? No!

In questo editoriale cercherò brevemente di spiegare le ragioni di queste risposte estremamente sintetiche e magari – se ci riesco – di articularle un po' meglio.

Parlare di sotto o sovra valutazione in finanza e' molto complicato. Le tecniche di valutazione sono assai varie e complesse e dipendono molto dall'obiettivo. Spesso gli investitori sono indotti in confusione e rischiano di pensare che sia impossibile (o quantomeno inutile) fare valutazioni di tipo "fondamentale" perché troppo frequentemente ne hanno viste di palesemente assurde.

Ad esempio, nel giugno del 2007 su uno dei più prestigiosi network informativi della finanza (Bloomberg, clicca qui (<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aTvMhwXQCQnA&refer=home>)) e' apparso uno "studio" secondo il quale, dal punto di vista del rapporto prezzo/utigli, il complesso delle aziende americane rappresentate nell'indice S&P 500 aveva un prezzo "meno caro" del 45% rispetto all'ultimo picco e del 30% rispetto al minimo precedente dell'ottobre 2002 (1).

Questo e' un chiaro esempio di utilizzo di valutazione di tipo fondamentale palesemente assurdo.

Il rapporto prezzo/utigli, utilizzato in questo modo (che e' poi il modo più frequente) e' del tutto privo di significato se guardiamo ad un orizzonte temporale che dovrebbe essere tipico per una valutazione di un'azienda (o di un indice).

Un indicatore molto più sensato e' invece il CAPE (cyclically adjusted P/E, cioè il rapporto prezzo / utigli aggiustato per il ciclo). Questo e' un indicatore molto utilizzato da un economista che personalmente apprezzo particolarmente, Robert Shiller. L'idea di fondo e' che sia insensato prendere l'utile dell'anno passato (o l'utile atteso dell'anno in corso) per valutare un'azienda poiché l'utile di un anno e' fortemente influenzato dalla fase del ciclo economico. E' evidente che la stessa azienda in un contesto economico fortemente depresso come quello che stiamo vivendo produrrà molti meno utili (o addirittura perdite) rispetto a ciò che potrebbe fare quando il ciclo si riprenderà.

Shiller, quindi, utilizza la media degli utili reali (cioè tenendo conto dell'inflazione) degli ultimi 10 anni e li rapporta al prezzo. Il valore che si ricava ha un andamento molto simile alla famosa Q di Tobin (in sostanza si tratta del rapporto tra il valore sul mercato azionario di un'azienda ed il costo che si dovrebbe sostenere per ricomprare tutti i beni della stessa azienda. Ci si può fare una rapida idea qui: clicca qui (http://it.wikipedia.org/wiki/Q_di_Tobin)).

Alle valutazioni attuali del mercato azionario, riacquistare tutti i beni materiali del complesso delle aziende quotate costerebbe più del doppio del loro valore di mercato.

La media storica del rapporto fra il prezzo di mercato e gli utili dei passati 10 anni e' tornata, dopo molti decenni, superiore al valore attuale.

In altre parole, tutto ci consente di affermare con ragionevole convinzione che i prezzi attuali del mercato azionario sono ampiamente sottovalutati. Siamo, in sostanza, in una situazione inversa rispetto ad una bolla. Siamo passati da un evidente eccesso della fine degli anni '90 del secolo scorso ad un eccesso opposto (sebbene ancora non così accentuato).

Si potrebbe pensare che sia allora giunto il momento di acquistare azioni. Ho già detto in premessa che la mia opinione è negativa e la ragione è sostanzialmente il rischio che in finanza prende il nome di **overshooting**. Con questo termine si indica la tendenza del mercato a reagire eccessivamente alle notizie facendo muovere i prezzi ben oltre il livello giustificabile rispetto ad una "corretta" valutazione delle notizie. Questo fenomeno è ormai noto ed in queste fasi di mercato è senza alcun dubbio dominante. Le valutazioni attuali del mercato azionario sono, come ho cercato brevemente di spiegare, molto convenienti ma la finanza – purtroppo – è governata più spesso dall'emotività che non dalla razionalità. Se vi fosse razionalità non si creerebbero gli eccessi. Molto spesso agli eccessi da una parte si reagisce con eccessi opposti.

Per questa ragione, sebbene i prezzi dei mercati azionari siano allettanti in una prospettiva di medio termine, ritengo molto più sensato attendere che il fenomeno dell'*overshooting* si attenui e che la volatilità del mercato azionario torni ad essere ragionevole (almeno vicino alla media storica) per poter iniziare a comprare azioni con quote significative del portafoglio.

Seguendo questo ragionamento si potrebbe, erroneamente, concludere che sia opportuno vendere tutto l'azionario per poi ricomprarlo a prezzi più bassi in futuro, magari aumentandone la quantità. Questo ragionamento è estremamente pericoloso. L'esperienza dice che la maggior parte di coloro che vendono in queste fasi riacquistano a prezzi più elevati.

Alla fine della più grande discesa del mercato azionario che il mondo conosca, quella che iniziò nel 1929, il mercato recuperò in un solo mese più del 30%. A giugno del 1932 l'indice delle azioni americane, secondo i dati di Shiller, tenendo conto dell'inflazione, valeva 74,38. A settembre, tre mesi dopo, valeva 130,72. Poi, per altri 8 mesi è salito e sceso. Un anno dopo, a giugno del 1933 valeva 173,49. Il 122% in un anno. È quasi impossibile che un investitore che avesse venduto, ad esempio, a gennaio del '32 con l'indice intorno a 110 avesse la forza psicologica di riacquistare nel giugno del '32 in un contesto economico nel quale l'intero mondo sembrava precipitato irreversibilmente in un baratro.

Molto probabilmente, anche questa volta i mercati azionari toccheranno il fondo, qualunque esso sia, in un contesto economico estremamente cupo. Inizialmente, il recupero sembrerà un fuoco di paglia. Già altre volte il mercato avrà tentato un recupero e tale tentativo sarà stato frustrato (come è accaduto tra dicembre e gennaio scorsi). In questo contesto la grande maggioranza di coloro che vendono oggi rientrerà a valori più alti. Questo è ciò che dice l'esperienza.

Perché correre questo rischio? Le valutazioni azionarie attuali sono estremamente convenienti. Questo non esclude che possano scendere ancora, ma perché mai vendere? Solo per tentare una speculazione al ribasso che rischia solo di tradursi in perdite?

La cosa più sensata da fare è quella di mantenere la razionalità in un contesto nel quale il mercato ha completamente perso questa caratteristica. Quando un minimo di razionalità sarà tornata sul mercato azionario ce ne renderemo conto in primo luogo dalla volatilità che dovrà tornare a livelli perlomeno prossimi alla media storica. Per allora le valutazioni del mercato saranno ancora convenienti, sebbene probabilmente più elevate dei valori attuali, e si potrà prendere in considerazione, se le caratteristiche dell'investitore lo consentono, di aumentare la quota di azionario.

Ovviamente tutti questi ragionamenti valgono per un portafoglio finanziario progettato in maniera corretta, con logiche sostanzialmente statiche e che utilizza strumenti finanziari efficienti. Se un risparmiatore ha un portafoglio finanziario che ingloba rischi eccessivi, magari perché è troppo concentrato in alcuni settori, oppure ha una quantità di azionario eccessiva rispetto a quella che è in grado di sopportare (per tolleranza – cioè capacità oggettiva - o per propensione) allora il discorso cambia. Il discorso cambia anche per un portafoglio che ha costi occulti nell'ordine del 2/3% all'anno. In questo contesto è prioritario riportare efficienza nel portafoglio poiché quando i mercati riprenderanno la zavorra dei costi non consentirà di beneficiarne appieno. Il 2/3% di costi può sembrare a prima vista poca cosa rispetto alle perdite dell'azionario, ma in realtà è circa il 40% del rendimento reale medio annuo delle azioni.

In conclusione, quindi, chi ha un portafoglio – correttamente progettato – che prevede una componente azionaria può guardare con relativa serenità a questa fase attuale del mercato azionario. A questi livelli di prezzi, gli ulteriori ribassi verranno prontamente recuperati quando il mercato invertirà la direzione. Non possiamo dire se ciò accadrà fra un mese, sei mesi, un anno o forse più. Se il portafoglio è correttamente progettato, e l'investitore era consapevole dei rischi che implicano gli investimenti azionari, non è questo l'importante. Ciò che conta è che il prezzo delle azioni che abbiamo in portafoglio è conveniente e che a tale prezzo il rendimento (in primo luogo

quello derivante dai dividendi) e' eccellente.

Al contrario, se – come la maggior parte degli investitori italiani – abbiamo un portafoglio che non e' frutto di una corretta progettazione e che utilizza strumenti largamente inefficienti, allora e' il caso di sfruttare questa enorme crisi per progettare un buon portafoglio finanziario coerente con i propri obiettivi e che utilizzi strumenti finanziari corretti e che sia frutto di una filosofia d'investimento coerente con le proprie caratteristiche d'investitore. In questo secondo caso, molto probabilmente una buona parte dei danni subiti saranno sostanzialmente irrecuperabili nel medio termine, ma sicuramente una corretta progettazione e l'utilizzo di strumenti efficienti massimizzeranno le possibilita' di recupero.

Qualche investitore, amici, colleghi e clienti, al quale ho fatto leggere in anteprima questo editoriale sono rimasti stupiti. Ma come – mi hanno contestato – proprio tu che critichi il mondo della finanza che parla spesso di "lungo termine", che fai presente come il mercato azionario sia molto piu' rischioso di quello che in finanza tradizionalmente si dice e che prediligi un approccio all'azionario dinamico volto in primo luogo a ridurre i rischi intesi come perdita massima in orizzonti temporali brevi, proprio tu adesso vieni a parlare di "valore" intrinseco nell'azionario?

L'apparente contraddizione si spiega con l'importanza che nella mia visione sugli investimenti finanziari ha la coerenza con la filosofia d'investimento scelta per la costruzione dei portafogli finanziari. Su questo sito ne ho parlato altre volte (ad esempio qui: [clicca qui](http://investire.aduc.it/articolo/scegliere+propria+filosofia+investimento_14098.php)

(http://investire.aduc.it/articolo/scegliere+propria+filosofia+investimento_14098.php)).

Io non ho mai pensato che una filosofia d'investimento sia ontologicamente superiore ad un'altra. Ci sono fasi storiche nelle quali una filosofia d'investimento e' tendenzialmente vincente ed altre nelle quale e' tendenzialmente perdente.

Poiche' qualunque filosofia d'investimento scelta attraversera' momenti storici nei quali sara' perdente e' fondamentale che la scelta sia coerente con le proprie caratteristiche, con il proprio profilo, con la propria psicologica.

Ad esempio una filosofia d'investimento che privilegi la scelta di titoli sottovalutati richiede caratteristiche psicologiche molto particolari e senza dubbio una visione di lungo periodo.

Poiche' fra gli investitori che conosco queste caratteristiche si riscontrano molto difficilmente, tendo a privilegiare una visione dell'investimento azionario che punti a tenere sotto stretto controllo le perdite nel breve periodo.

Cio' non significa che non consideri un approccio completamente opposto.

E' evidente che una volta che si sceglie un approccio, cambiarlo proprio quanto questo approccio e' perdente significa sbagliare proprio tutto.

La maggioranza degli investitori ha portafogli costruiti secondo logiche finanziarie oggi predominanti che vedono l'azionario in una logica di lungo termine.

Si tratta di logiche che personalmente ritengo tendenzialmente non adatte alla maggioranza degli investitori, ma abbandonarle oggi, a mio avviso, corrisponde ad un suicidio finanziario.

(1) Ringrazio l'ottimo blog "[l'Investitore Accorto](#)" che m ha fatto ricordare di questo articolo su Bloomberg che mi colpì molto all'epoca.