

Stiamo pagando ancora multipli corretti: vediamo lo S&P 500?

Analisi di Ploutos (Value, momentum, portfolio strategy, CFA)

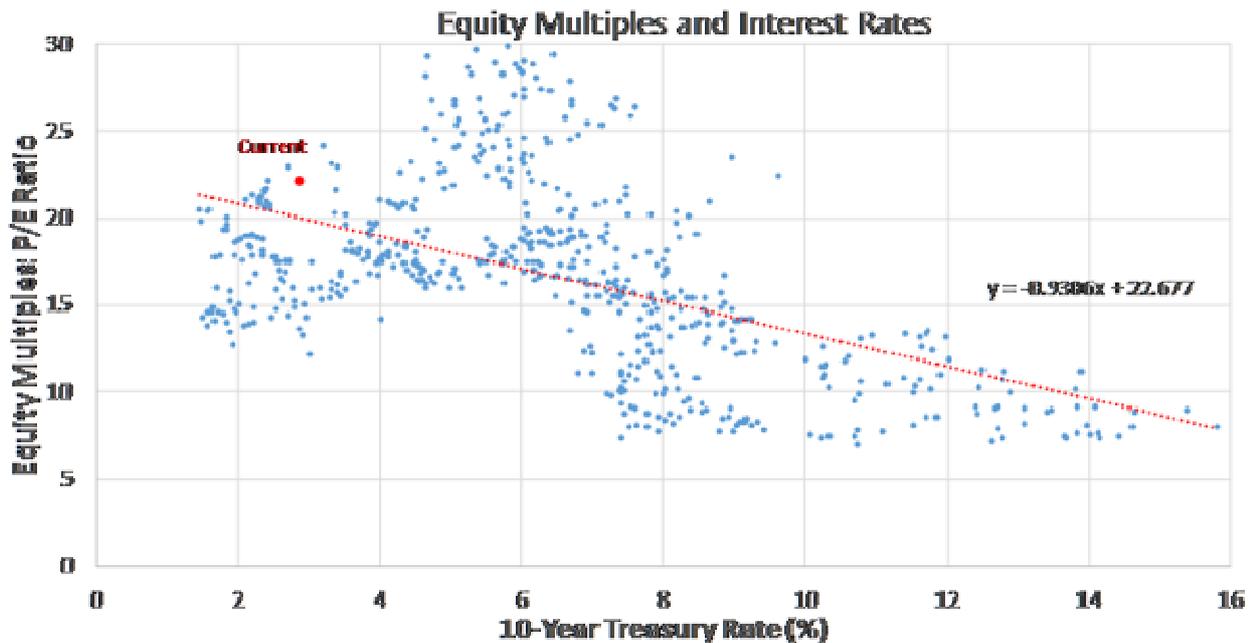
Il periodo post-crisi è stato caratterizzato da tassi storicamente bassi e multipli azionari in espansione. Con il rendimento dei Treasury a 10 anni in salita cosa succederà ai p/e? Il p/e tenderà a ridursi e di quanto? Quanto possono essere considerati sopravvalutati i mercati americani in relazione ai tassi ed ai multipli attuali?

I multipli azionari e i tassi di interesse sono intrinsecamente collegati. Un rialzo dei tassi tende a produrre attese di riduzione del p/e delle azioni (aumentando così il rischio di avere un mercato *overvalued*). Infatti il valore di un'azione è dato dai guadagni futuri scontati al tasso di interesse, se questo cresce inevitabilmente il valore del titolo scenderà, a meno che non crescano proporzionalmente anche i guadagni futuri.

Vediamo allora cosa è successo negli ultimi 50 anni. Prendiamo in esame la relazione lineare tra il rapporto P / E e il rendimento del Tesoro a 10 anni per vedere dove i multipli azionari dovrebbero essere in relazione ai tassi di interesse sulla base delle tendenze storiche.

A tal scopo utilizziamo il (CAPE) di Shiller, che si basa su multipli di utili aggiustati all'inflazione negli ultimi 10 anni, dell'indice S & P 500

The graph below plots month-end P/E ratios versus the month-end 10-year Treasury yield over the last 50 years. This dataset gives us 600 data points to estimate the relationship between equity multiples and interest rates.



Il grafico sopra rappresenta la relazione lineare fra le coppie di variabili considerate ottenuta da una regressione lineare $y = -0.9306x + 22.677$.

Alla chiusura di venerdì P/E ratio of 22.09x and a 10-year Treasury yield of 2.87%. In base alla relazione lineare il P/E di equilibrio sarebbe di 20.01x e quindi lo S&P 500 sarebbe sopravvalutato del 10%.

Alcuni esempi del passato:

Marzo 2012, the 10-year Treasury yield era attorno al 2% e lo S&P 500 P/E ratio era circa 14.2x. La regressione lineare suggeriva che lo S&P 500 era circa sottovalutato del 48%. Durante i due anni successivi l'indice salì del 42%.

December 1999, il p/e ratio era 29.3x and the 10-year Treasury yield era del 6.27% mentre l'estapolazione lineare avrebbe suggerito un valore equo di 16,5x. Questo era il periodo della bolla internet, in effetti la sopravvalutazione si dimostrò tragicamente vera. Da fine 1999 al 3Q 2002, the S&P 500 scese del -42%.

L'indice potrà rimanere stabilmente ai livelli attuali solo se la crescita e gli utili aziendali si manterranno forti. Ad esempio gli utili del 4Q 2017 si sono attestati mediamente attorno al 15%. Se fosse mantenuto a questi livelli il P/E ratio scenderebbe al 17.49x ai tassi attuali.

Da questo studio interessante, appare chiaro che l'aggiustamento dell'attuale overvalued non può quindi che avvenire attraverso un miglioramento degli utili e ad un ridimensionamento dei prezzi di quei titoli che attualmente trattano a multipli troppo elevati: buona parte dei tecnologici.*

**Riporto qui alcuni P/E:*

Amazon: 153,81

Netflix: 112,57

Twitter: 58,42

Nvidia: 48,05

Microsoft: 26

Google: 25

Facebook: 23

Apple: 14,34

Micron tech: 5,23

Ad eccezione degli ultimi due titoli, il resto sembra essere piuttosto sovrastimato.

Vanni Lanzoni