

## La bussola del "Cyclically Adjusted Price to Earnings ratio" per i rendimenti del nuovo anno

L'indicatore segnala che l'S&P 500 è in area di attenzione e stima come sottovalutati i settori globali di energia, telecomunicazioni, materiali e beni discrezionali

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultique

L'anno che volge al termine è stato caratterizzato da eventi, come le paure sulla crescita cinese a gennaio o come gli esiti elettorali in Regno Unito e negli Stati Uniti nella seconda metà dell'anno, che hanno chiaramente pesato negativamente sui listini azionari globali. Tuttavia, lo stesso 2016 è stato un anno in cui soprattutto il mercato azionario statunitense è cresciuto a ritmi sostenuti, anche grazie ai tassi bassi e alle ancora consistenti immissioni di liquidità da parte delle Banche Centrali, battendo più volte i suoi record.

Questi forti rialzi hanno sollevato non pochi dubbi da parte di diversi analisti circa il rischio di un'eccessiva dilatazione di un'eventuale bolla sul mercato statunitense. Il principale indicatore utilizzato per argomentare la presenza di una bolla dei titoli mobiliari negli Stati Uniti è l'indice P/E di Shiller, chiamato anche "Cyclically Adjusted Price to Earnings ratio" (CAPE). Si tratta del classico indicatore P/E utilizzato molto spesso per individuare titoli sottoquotati o sovraquotati, ma corretto per un indice d'inflazione, in modo da

rendere maggiormente comparabili tra loro i prezzi storici di un determinato titolo. A un valore del CAPE elevato dovrebbero corrispondere, secondo il professore e premio Nobel Robert J. Shiller che ha ideato tale indicatore, bassi rendimenti attesi nel lungo periodo. Per determinare se, e quanto, un determinato CAPE analizzato risulta elevato, solitamente si confronta il valore a oggi con la sua media storica, tuttavia un recente studio "Shiller's CAPE: Market Timing and Risk" di Dimitrov e Jain, pubblicato a novembre 2016, ha evidenziato come solo i valori estremi determinino un extra rendimento atteso negativo dei titoli azionari rispetto alle obbligazioni nei futuri dieci anni. In ogni caso, il CAPE riferito all'indice S&P 500, secondo l'opinione di chi crede nella presenza di una bolla sull'azionario americano, è prossimo a zone potenzialmente pericolose. Il suo valore, infatti, ha toccato, a inizio dicembre, quota 28, vette superate unicamente nel 1929 e con la bolla delle *dotcom* nel 2000: un livello superiore anche a quello precedente alla crisi finanziaria del 2007. Anche le stime prodotte dall'Ufficio Studi di Consultique, che utilizzano un *frame* temporale diverso, mostrano un indicatore P/E aggiustato per l'inflazione relativo all'indice S&P 500 che si prepara a entrare tra i casi più estremi, seppur presentando valori leggermente più bassi rispetto a quelli del CAPE di Shiller.

Stando, quindi, a questi valori, ci si potrebbe attendere rendimenti futuri per l'indice azionario americano più bassi rispetto a quelli osservati in passato. Tuttavia, utilizzando lo stesso indicatore, è stato possibile individuare alcuni settori che di converso potrebbero ottenere rendimenti futuri più alti dei rendimenti passati. Come evidenziano, infatti, i *box plot* riportati (vedi grafico 1), l'attuale valore del CAPE stimato dall'Ufficio Studi di Consultique per i settori globali dei consumi discrezionali, degli energetici, dei materiali e delle telecomunicazioni è posizionato nel venticinquesimo percentile dei

valori più bassi della rispettiva serie storica. La stessa metodologia formalizzata da Shiller, e riassunta brevemente sopra, è alla base di un indice di Barclays che mira a identificare mensilmente i quattro settori azionari più sottoquotati sul mercato statunitense ed europeo. Gli Etf di Ossiam che replicano tali indici, ovvero l'Ossiam Shiller Barclays CAPE Us Sector Value Tr Eur e l'Ossiam Shiller Barclays CAPE Europe Sector Value Tr Eur, costituiscono di fatto dei fondi Smart Beta con una filosofia d'investimento di tipo Value, che cercano quindi di avere nel lungo periodo buone performance, puntando su quei settori che risultano avere un CAPE basso e, di conseguenza, rendimenti attesi più elevati per il futuro. Entrambi gli Etf sono disponibili su Borsa Italiana, e prevedono l'accumulazione dei proventi. Per puntare, invece, su quei settori che, a livello globale, risultano dalle stime dell'Ufficio Studi di Consultique come sottoquotati, la gamma di Etf offerta dai listini europei presenta quattro prodotti per il settore energetico, tre per quello delle telecomunicazioni, due per il comparto dei materiali e tre per il settore dei consumi discrezionali (vedi tabella 1).

Su Borsa Italiana replicano l'indice Msci World Energy tre Etf: due a replica sintetica (Amundi Etf Msci World Energy Ucits Etf e Lyxor Ucits Etf Msci World Energy Tr)

e uno a replica fisica (il db x-trackers Msci World Energy Index Ucits Etf (Dr) 1C). Per esporsi al benchmark con la sua stessa valuta di riferimento, ovvero il dollaro Usa (si rammenta che su Borsa Italiana tutti gli Etf sono negoziabili, al momento, solo in euro), è disponibile sul London Stock Exchange lo Spdr Msci World Energy Ucits Etf, che presenta il Ter più basso tra tutti i rispettivi concorrenti (0,30% annuo). Per investire sul settore delle telecomunicazioni globale, invece, sono tre gli Etf a disposizione: due a replica fisica (il db x-trackers Msci World Telecommunication Services Index Ucits Etf (Dr) 1C, denominato in euro, e lo Spdr Msci World Telecommunications Ucits Etf, negoziabile in dollari) e uno a replica sintetica (il Lyxor Ucits Etf Msci World Telecommunication Services Tr). Per esporsi all'indice globale settoriale dei consumi discrezionali, è disponibile in dollari lo Spdr Msci World Consumer Discretionary Ucits Etf, e in euro il db x-trackers Msci World Consumer Discretionary Index Ucits Etf (Dr) 1C e il Lyxor Ucits Etf Msci World Consumer Discretionary Tr; i primi due a replica fisica e il terzo a replica sintetica. Infine, il Lyxor Ucits Etf Msci World Materials Tr (*swap based*) e il db x-trackers Msci World Materials Index Ucits Etf (Dr) 1C (*cash based*) consentono d'investire nel settore dei materiali; entrambi sono disponibili su Borsa Italiana.

### UNA SELEZIONE DI ETF SETTORIALI STIMATI COME SOTTOQUOTATI

Bbg code	Etf	Valuta di quotazione	Dividendi	Replica	Ter %	Spread medio	Performance (1 anno)	Volatilità (1 anno)
CAPE IM	Ossiam Shiller Barclays Cape Europe Sector Value Tr Ucits Etf	Eur	Accumulazione	Sintetica	0,65%	0,85%	9,79%	8,49%
CAPU IM	Ossiam Shiller Barclays Cape Us Sector Value Tr Ucits Etf 1C (Eur)	Eur	Accumulazione	Sintetica	0,65%	0,65%	27,43%	14,10%
CWE IM	Amundi Etf Msci World Energy Ucits Etf	Eur	Accumulazione	Sintetica	0,35%	2,12%	35,62%	19,03%
XDWO IM	db x-trackers Msci World Energy Index Ucits Etf (Dr) 1C	Eur	Accumulazione	Fisica	0,45%	-	-	-
ENERW IM	Lyxor Ucits Etf Msci World Energy Tr	Eur	Accumulazione	Sintetica	0,40%	1,82%	35,78%	19,15%
WTEL LN	Spdr Msci World Energy Ucits Etf	Usd	Accumulazione	Fisica	0,30%	-	-	-
XWTS IM	db x-trackers Msci World Telecommunication Services Index Ucits Etf (Dr) 1C	Eur	Accumulazione	Fisica	0,45%	-	-	-
TELEW IM	Lyxor Ucits Etf Msci World Telecommunication Services Tr	Eur	Accumulazione	Sintetica	0,40%	0,79%	12,51%	7,40%
WNRG LN	Spdr Msci World Telecommunications Ucits Etf	Usd	Accumulazione	Fisica	0,30%	-	-	-
XDWC IM	db x-trackers Msci World Consumer Discretionary Index Ucits Etf (Dr) 1C	Eur	Accumulazione	Fisica	0,45%	-	-	-
DISW IM	Lyxor Ucits Etf Msci World Consumer Discretionary Tr	Eur	Accumulazione	Sintetica	0,40%	1,38%	10,68%	13,93%
WCOD LN	Spdr Msci World Consumer Discretionary Ucits Etf	Usd	Accumulazione	Fisica	0,30%	-	-	-
XDWM IM	db x-trackers Msci World Materials Index Ucits Etf (Dr) 1C	Eur	Accumulazione	Fisica	0,45%	-	-	-
MATW IM	Lyxor Ucits Etf Msci World Materials Tr	Eur	Accumulazione	Sintetica	0,40%	1,33%	32,36%	18,93%

Fonte: Ufficio Studi di Consultique.

Tabella 1



# INVESTOR

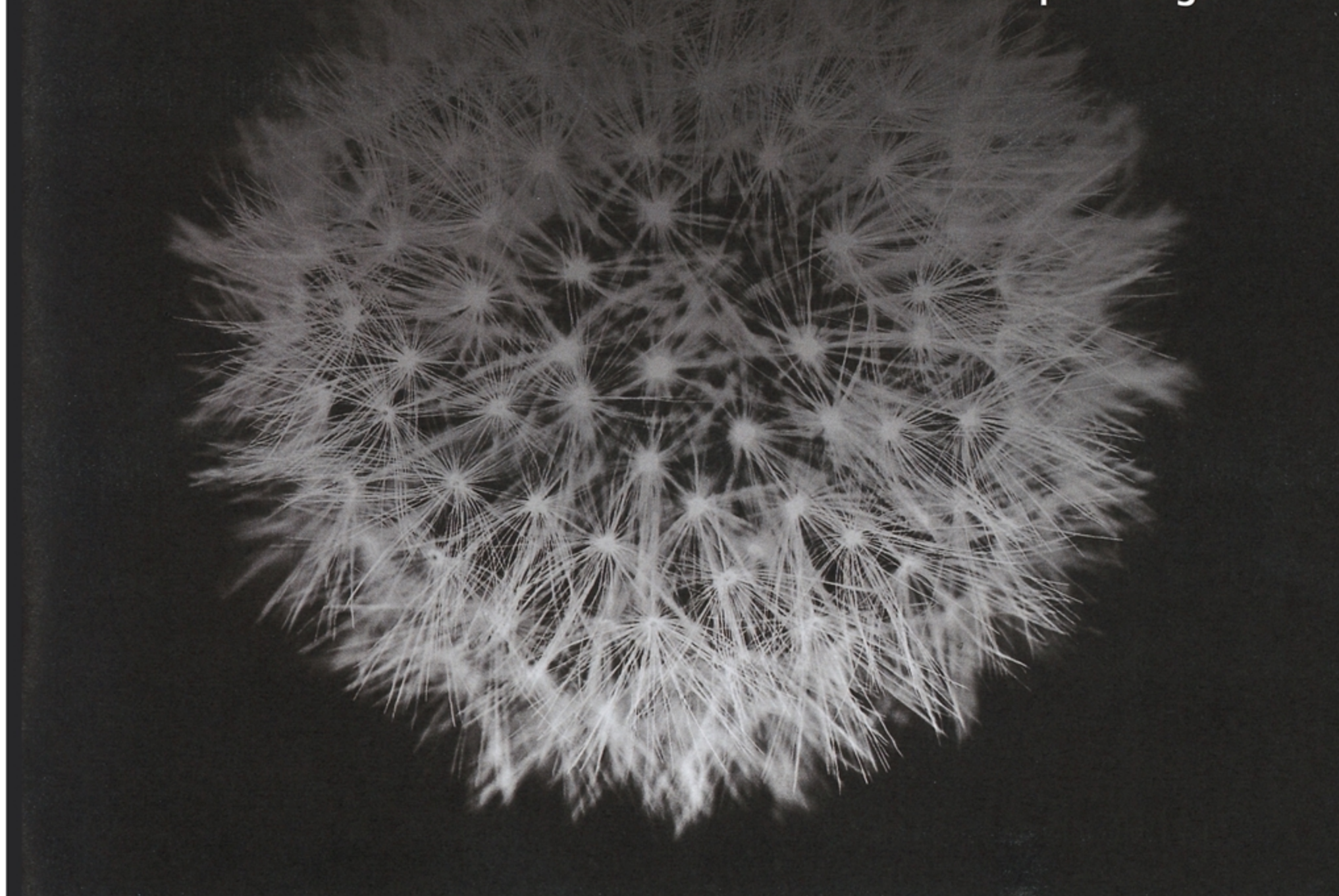
The professional Investors' Magazine on Asset Management



EDITORE MONDOHEDGE S.r.l. · mensile · anno XIII · numero 160 · gennaio 2017 · www.mondoalternative.com

## Porte aperte a nuovi investimenti

I Fondi pensione negoziali, che nel 2016 sono cresciuti in media del +2,54%, stanno aumentando la diversificazione dei portafogli



### CASSE

Nel 2017, più spazio ad azioni, private market e commodity per Cnpad, Enpac e Inarcassa [16]

### FONDAZIONI

Le scelte d'investimento attuate da Fondazione CRT e da Fondazione CR della Provincia dell'Aquila [20]

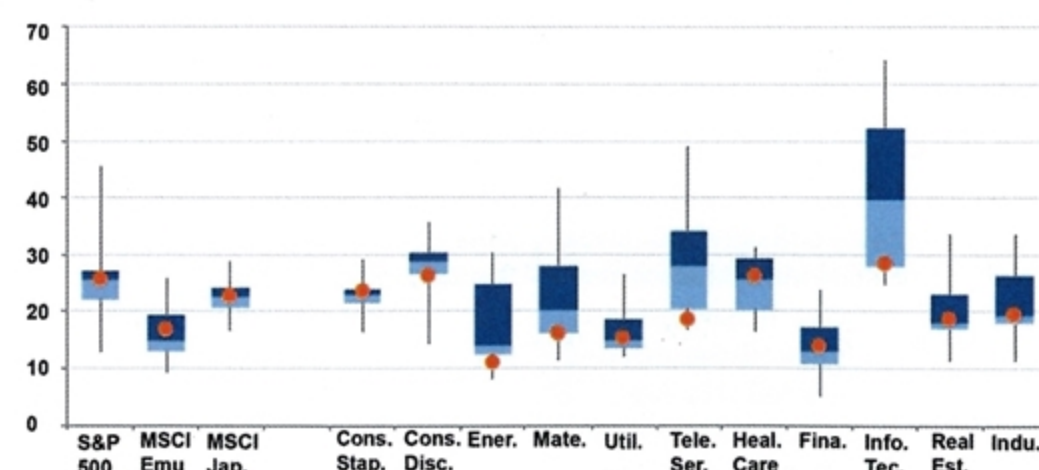
### FUND SELECTOR

Diversificazione e flessibilità alla base dell'approccio dei fund selector per sfruttare al meglio la volatilità [29]

### ETF

Un 2016 record per ETFplus di Borsa Italiana a livello di contratti, di volumi e patrimonio gestito [37]

### IL VALORE DEL CAPO PER GLI INDICI MSCI WORLD SETTORIALI



Fonte: Consultique.

grafico 1