

Focus

Pandemia e valutazione dei mercati azionari

Nonostante il crollo delle borse seguito allo scoppio della pandemia a febbraio 2020, il repentino recupero ha riproposto il tema della valutazione degli indici azionari, anche alla luce della crisi economica ancora in corso. I tassi d'interesse e le trasformazioni strutturali in atto si rivelano variabili chiave nella definizione delle prospettive dei mercati azionari.

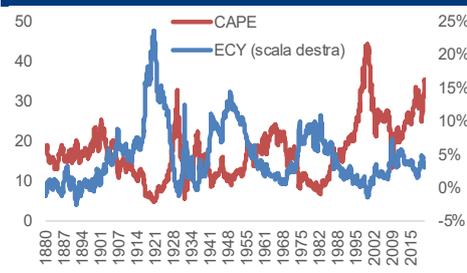
Gli strumenti di valutazione dei mercati azionari hanno avuto una loro evoluzione, così come una specifica applicazione, a seconda del mercato o del settore oggetto di analisi. Attraverso una disamina dei principali strumenti utilizzati nel tempo, arriviamo a **definire le problematiche tipiche della fase storica attuale e gli strumenti più adatti a valutare i mercati azionari nel contesto pandemico e post-pandemico**. Nel ripercorrere tali strumenti, la stima degli utili attesi risulta fondamentale, dal momento che ha il vantaggio di contenere informazioni prospettiche in grado di influire sulle scelte degli investitori.

Le trasformazioni socioeconomiche in corso da diversi anni hanno visto un'accelerazione dopo lo scoppio della pandemia. **Tassi d'interesse ai minimi storici, la crescente digitalizzazione e la transizione energetica sono tra i fattori che hanno influenzato anche la valutazione dei mercati azionari. Ne deriva un nuovo paradigma destinato a riflettersi nei prossimi anni sulla dinamica delle borse**, nelle quali un peso crescente sarà attribuibile al settore info-tecnologico e alla sostenibilità. Inoltre, in un contesto di tassi mediamente più bassi che in passato, seppur in risalita, **un ruolo di primo piano resterà assegnato alla valutazione relativa tra mercato azionario e obbligazionario**, come dimostra l'andamento dell'Excess CAPE Yield rispetto al CAPE.

Quando è risultata chiara la diffusione dell'epidemia a febbraio 2020, **le borse hanno scontato molto presto le prospettive di una risoluzione in tempi brevi della pandemia, avvalorate poi dalla svolta sui vaccini a fine 2020**. Tutto ciò si è riflesso sulle valutazioni degli indici, con multipli in altalena e dipendenti dalla differente dinamica degli utili e dei prezzi. Da un punto di vista settoriale, dopo l'inizio della pandemia, le differenti performance registrate nei principali paesi sono in parte giustificate dalla diversa composizione degli indici azionari. **Il turismo o i trasporti sono stati fortemente penalizzati mentre altri comparti, come la tecnologia o la sanità, ne sono usciti rafforzati**.

L'utilizzo di un modello a due stadi basato sul CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings) ci permette di prevedere i rendimenti azionari statunitensi nei prossimi 10 anni, valutandone anche l'attrattiva relativa rispetto alle obbligazioni. I risultati evidenziano come **i rendimenti azionari previsti nel prossimo decennio dovrebbero mediamente aggirarsi su livelli positivi e ancora molto attraenti rispetto ad investimenti alternativi**.

L'andamento del CAPE e dell'Excess CAPE Yield



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su database Robert J. Shiller

Spread tra il rendimento azionario e Treasury 10a



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su database Robert J. Shiller

23 marzo 2021 – 12:58 CET

Data e ora di produzione

Azioni

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Paolo Guida
Responsabile

Ester Brizzolara
Analista Finanziario

Laura Carozza
Analista Finanziario

Piero Toia
Analista Finanziario

Andrea Volpi
Analista Finanziario

23 marzo 2021 – 13:05 CET

Data e ora di circolazione

Indice

Introduzione	3
Gli strumenti di valutazione dei mercati azionari	4
Il price/earnings (P/E)	4
Dal P/E al CAPE	4
Dal CAPE all'Excess CAPE Yield (ECY)	7
Conclusione	8
Il ruolo degli utili attesi	9
Altri metodi di valutazione	12
Valutazioni azionarie e trasformazioni strutturali	13
Il tema del <i>fair value</i> nei mercati finanziari	13
Le trasformazioni strutturali	14
Conclusione	17
L'effetto della pandemia sulle valutazioni	18
Il ruolo anticipatorio della borsa e la lentezza dei fondamentali	18
Euro Stoxx: P/E e impatto sugli utili, e di conseguenza sulle valutazioni mese per mese	19
Euro Stoxx: P/E e impatto annuale sugli utili e di conseguenza sulle valutazioni	20
L'impatto settoriale	20
L'impatto sulle valutazioni degli indici statunitensi	22
L'indice dei 500 titoli più capitalizzati negli Stati Uniti	23
L'indice dei Tecnologici	24
L'indice degli Industriali	25
Ruolo anticipatorio della borsa, i fattori rilevanti e confronto USA-Europa	25
Conclusioni	26
L'evoluzione nella composizione degli indici – il caso italiano	27
Gli indici di borsa cosa sono e cosa misurano	27
Composizione settoriale degli indici azionari: gli effetti della pandemia	28
Il caso Italiano	29
Un modello di riferimento con i tassi d'interesse	32
Considerazioni conclusive	35
Bibliografia	36

Introduzione

La performance del mercato azionario nel 2020 è stata caratterizzata da un crollo di una rapidità senza precedenti in occasione della diffusione della pandemia. A tale crollo è seguito un recupero imponente nei mesi successivi, come risultato delle misure di contenimento e delle azioni di politica economica messe in campo dai vari paesi. La ripresa dei prezzi ha, in alcuni casi, più che compensato il calo precedente, con una performance che ha portato alcuni indici, come il Nasdaq, l'S&P 500 o il DAX, a segnare nuovi massimi storici già nei mesi estivi.

Paolo Guida

La velocità e l'entità della salita delle quotazioni, soprattutto nel settore Tecnologico, hanno fatto emergere dubbi sulla sostenibilità delle performance, sulla base di valutazioni che in alcuni casi sono apparse eccessive. **Il presente lavoro intende mettere in luce gli strumenti che abbiamo a disposizione per definire se ci troviamo di fronte a una nuova "bolla", come accaduto alla fine degli anni '90, oppure ad un cambiamento epocale, che giustificerebbe parametri valutativi diversi.**

Per farlo prenderemo in considerazione, tra l'altro, tre aspetti: i diversi sistemi di valutazione comunemente utilizzati, un'analisi dell'attuale fase pandemica e le modifiche nella composizione degli indici azionari.

La storia economica è ricca di eventi in cui è emersa una sopravvalutazione di titoli o beni, fin dai tempi della bolla dei tulipani del XVII secolo¹. Il presupposto di fenomeni di bolla è quello di una valutazione di mercato che, dopo un periodo di ascesa significativa, si riduce repentinamente per effetto di uno squilibrio intenso tra offerta e domanda. Si determina così una forte discesa del prezzo di equilibrio. Il caso eclatante più recente è rappresentato dalla cosiddetta "bolla speculativa" della fine degli anni '90: quella che fu anticipata dalle famose dichiarazioni dell'allora presidente della Fed Alan Greenspan che, in un discorso del 5 dicembre 1996², parlò di "esuberanza irrazionale" riferendosi alla repentina e intensa salita dei prezzi di borsa negli anni '90.

Tuttavia, le valutazioni, se riferite a indici azionari, sono influenzate dall'evoluzione della composizione degli indici stessi. La stessa composizione dei principali indici, per definizione rappresentativi delle aziende più capitalizzate, mostra nel tempo l'evoluzione della struttura economica e finanziaria della società, riflettendo le innovazioni tecnologiche e l'ascesa delle aziende di maggior successo. Ne è un chiaro esempio la composizione dell'indice S&P 500 negli Stati Uniti, che oggi è rappresentato per più del 40% da aziende del settore Tecnologico o della vendita online. Mediamente un'azienda del settore Tecnologico, utilizzando il rapporto tra prezzi e utili attesi, ha una valutazione superiore ad altri settori tradizionali.

Quindi, la valutazione degli indici azionari non può prescindere dall'analisi della composizione degli stessi nel tempo e dalla metodologia utilizzata, anch'essa potenzialmente più o meno efficace a seconda del contesto storico. Più in dettaglio, la metodologia di valutazione si è rivelata nel tempo poco efficace poiché esposta a modifiche di natura ciclica e strutturale nel confronto tra prezzi azionari e utili attesi o realizzati. Più recentemente, il deciso ribasso dei tassi d'interesse, che ha in molti casi determinato livelli di rendimento negativi per le attività prive di rischio, ci pone di fronte alla questione dell'adeguatezza di metodi di valutazione tradizionali. Proprio da una panoramica dei metodi di valutazione degli indici azionari vale la pena partire.

¹ Per una breve descrizione del fenomeno si veda: <https://iteca.nl/la-bolla-dei-tulipani-storia-della-bolla-speculativa-olandese-del-xvii-secolo/>

² Greenspan, A. "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society", 1996-12-05.

Gli strumenti di valutazione dei mercati azionari

La valutazione dei mercati azionari, finalizzata alla definizione di una sopra o sottovalutazione, presume l'utilizzo di strumenti che mettano a confronto la capacità delle aziende di fare utili e il prezzo azionario prevalente nel mercato. Il concetto è applicabile a singole società così come a indici rappresentativi di più società. Anche gli strumenti di valutazione dei mercati azionari hanno avuto una loro evoluzione, così come una specifica applicazione a seconda del mercato o del settore oggetto di analisi. Attraverso una disamina dei principali strumenti utilizzati nel tempo arriviamo a definire le problematiche tipiche della fase storica attuale e gli strumenti più adatti a valutare i mercati azionari nel contesto pandemico e post-pandemico.

Paolo Guida

Come noto, un indice azionario è generalmente costruito sulla base di una media ponderata di prezzi azionari la cui evoluzione determina la variazione dell'indice nel tempo. La valutazione di un indice non può prescindere, dunque, dalla valutazione delle componenti (costituents) di tale indice. Ad esempio, per indici quali quelli tecnologici americani come il Nasdaq 100 la presenza di società come Amazon, Apple e Microsoft, che da sole rappresentano più del 50% delle società incluse, influenza decisamente la valutazione complessiva dell'indice che non può dunque prescindere dall'analisi delle singole società. Tuttavia, per indici che rappresentano in modo più diffuso la struttura economica di un paese, la loro valutazione può tener conto della dinamica economica sottostante e delle fasi cicliche attraversate dall'economia del paese in questione.

Il price/earnings (P/E)

La pietra miliare per la valutazione di una società sul mercato è rappresentata dal contributo di Benjamin Graham e David Dodd nel 1934³, quando i padri dell'analisi finanziaria consideravano il rapporto tra il prezzo dell'azione e gli utili della società quale riferimento per la valutazione di una società. Visto che il valore di una società (e dunque il prezzo delle azioni) dovrebbe riflettere la capacità della stessa di generare utili e conseguentemente distribuire dividendi, il rapporto tra il prezzo e gli utili è un parametro efficace nel definire la sopra o sottovalutazione della società. Già allora i due professori della Columbia University sottolineavano tuttavia la necessità di considerare un valore medio degli utili per tener conto della volatilità degli stessi.

Il punto di riferimento per la valutazione dei mercati azionari in generale è un lavoro⁴ del 1988 da parte di John Y. Campbell e Robert J. Shiller, nel quale i due docenti rispettivamente di Harvard e Yale calcolarono il price-to-earnings ratio per l'S&P 500 dividendo il valore totale dell'indice per i profitti aggregati delle società appartenenti all'indice. Così come per le singole società, un rapporto particolarmente elevato segnalava sopravvalutazione ed era seguito da performance contenute o negative, mentre un rapporto basso segnalava una sottovalutazione, seguita da rendimenti azionari relativamente più alti.

Dal P/E al CAPE

I principali difetti della metodologia price-earnings basata sugli utili storici delle società stanno nella loro estrema volatilità, come suggerito già da Graham e Dodd negli anni '30, e nelle caratteristiche pro-cicliche che fanno sì che i profitti siano particolarmente bassi in periodi di crisi senza tener conto delle potenzialità di ripresa con il superamento della crisi stessa. Per tener conto di tali limiti, gli stessi Campbell e Shiller svilupparono nel 1998⁵ una formulazione diversa del rapporto tra prezzi e utili. Il Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE) considera il rapporto tra il

³ Graham, B. e David Dodd; "Security Analysis"; McGraw Hill; 1934.

⁴ Shiller Robert J., Campbell Y. John; "Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends", The Journal of Finance, Vol. XLIII n. 3; 1988.

⁵ Shiller Robert J., Campbell Y. John; "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook". Journal of Portfolio Management, Vol. 24, No. 2, 1998.

prezzo dell'indice e la media degli utili dei precedenti 10 anni, corretti per l'inflazione. L'obiettivo di tale correzione consiste nel considerare un periodo di tempo che includa un ciclo completo degli utili, per tener conto dell'andamento dell'economia e dei riflessi di tale andamento sulla dinamica dei profitti.

L'evidenza empirica confermava un andamento del CAPE nel tempo tra il livello di 10 e di 22 per l'S&P 500, con una costante tendenza verso la media di lungo periodo di 16,6. La dinamica del rapporto era dunque prevalentemente dipendente dal valore dell'indice, confermando la tendenza a convergere verso il valore medio quando risultava di molto superiore o inferiore ad esso.

Il CAPE ratio dell'S&P 500 dal 1881



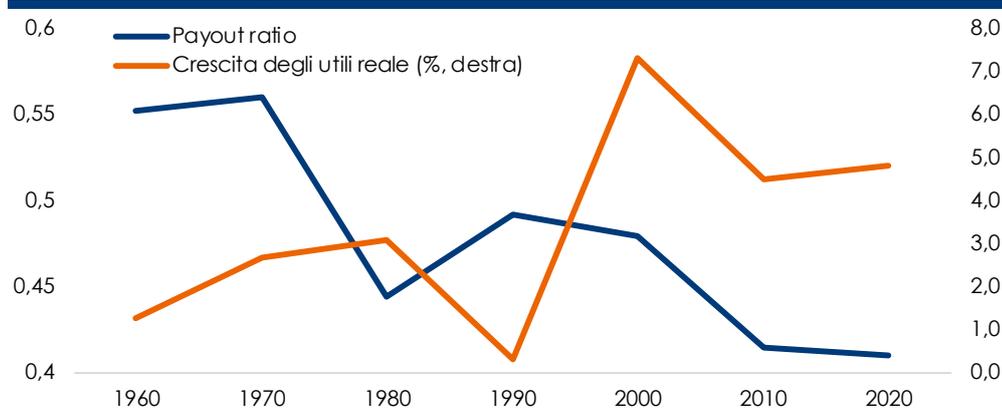
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Università di Yale

Tuttavia, anche il CAPE presenta delle limitazioni, soprattutto con riferimento agli ultimi 20 anni. In questo periodo l'indicatore è stato quasi sempre al di sopra della media di lungo periodo di 16,6 senza cogliere di fatto i segnali di sopravvalutazione che hanno preceduto fasi di minore performance dei mercati azionari o di vere e proprie correzioni. Ci possono essere diverse spiegazioni per tale evidenza: l'evoluzione nel tempo del *payout ratio*, cioè della quota degli utili distribuita in forma di dividendi; la tipologia di dati utilizzati per gli utili, relativi alle società che compongono gli indici o derivanti dalla contabilità nazionale; la composizione degli indici, per definizione variabile nel tempo; la dinamica dei tassi di interesse, potenzialmente in grado di influenzare il livello del CAPE come del price/earnings nella sua formulazione originaria.

Il **primo limite** riguarda l'evoluzione della quota degli utili distribuita agli azionisti (*payout ratio*). Più in dettaglio, il *payout ratio* è fortemente diminuito nel corso del tempo, a significare una quota maggiore degli utili ritenuta in azienda per finalità d'investimento o utilizzata per riacquisto di azioni. Dal 1871 al 1970 il *payout ratio* medio è stato del 67% mentre dal 1971 a giugno 2020 è stato del 49%. La conseguenza è quella di una maggiore crescita degli utili per azione (EPS) e dunque un aumento del CAPE. La maggiore crescita degli EPS (Earnings per share), infatti, determina una maggiore distanza degli utili più recenti rispetto alla media degli ultimi 10 anni, rendendo il CAPE relativamente più alto rispetto all'ipotesi di una crescita degli utili inferiore. Per

ovviare a tale limite Shiller e Bunn 'introdussero dei correttivi che rendessero il CAPE indipendente dal payout ratio.

Payout ratio e crescita degli utili a confronto



Nota: i dati sono medie decennali, corrette dagli outliers della grande crisi finanziaria del 2008-2009. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Università di Yale

Il **secondo limite** del CAPE è rappresentato dalla tipologia di dati utilizzati. L'utilizzo dei dati di bilancio delle società comprese negli indici ha determinato una sottostima degli utili nel tempo. Gli standard di contabilità si sono infatti modificati negli anni, portando alla definizione di utili in modo sempre più conservativo, riducendone via via il livello. Il professor Siegel, per ovviare a tale problema, suggerisce⁷ di utilizzare gli utili derivanti dalla contabilità nazionale (NIPA), una misura ritenuta più attendibile della dinamica dei profitti nell'economia. Una soluzione che tuttavia espone alla critica di un aggregato (l'intera economia) differente rispetto a quello dell'S&P 500 e al fatto che la serie storica di contabilità nazionale non è così lunga come per gli utili dell'indice (dal 1947 per i dati di contabilità nazionale, dal 1871 per quelli dell'S&P 500).

Il **terzo limite** è rappresentato dalla variabilità della composizione degli indici nel tempo. L'utilizzo di una media a 10 anni implica che nel corso del tempo la struttura dell'indice possa essere variata, utilizzando ad esempio società di settori molto diversi. Ad esempio, la composizione dell'S&P 500 oggi riflette in misura rilevante il settore tecnologico (più del 40% includendo Facebook), mentre 10 anni fa l'indice includeva in massima parte settori tradizionali. Ne deriva che l'utilizzo di una media degli utili degli ultimi 10 anni è una rappresentazione falsata della dinamica di medio periodo degli utili dell'indice del quale si vogliono prevedere i ritorni attesi. Non a caso la prassi di mercato oggi tende a utilizzare gli utili attesi, come sarà meglio descritto in un capitolo successivo.

Un **quarto limite** sta nella invariabilità della sua definizione rispetto alla dinamica dei tassi d'interesse. Condizioni finanziarie estremamente restrittive o estremamente accomodanti possono influenzare il livello del CAPE che tende ad aumentare in periodi di tassi bassi e a ridursi in periodi di tassi alti. Sebbene l'aggiustamento sulla dinamica degli utili e sugli effetti dell'inflazione in parte corregga l'effetto dei tassi nel tempo, il multiplo in sé non tiene conto della convenienza relativa tra strumenti azionari e obbligazionari. Una redditività obbligazionaria relativamente elevata può scoraggiare l'investimento azionario e ridurre il CAPE, mentre una redditività obbligazionaria compressa può stimolare l'investimento azionario e aumentarne

⁶ Bunn, Oliver e Robert Shiller; "Changing Times, Changing Values: A Historical Analysis of Sectors within the US Stock Market 1872-2013". Cowles Foundation Discussion Paper No. 1950; 2014.

⁷ Siegel, Jeremy; "Stocks for the Long Run"; McGraw-Hill; 2014.

corrispondentemente il CAPE. Tale evidenza è emersa in tutta la sua chiarezza negli ultimi tempi, soprattutto in seguito allo scoppio della pandemia, con un mercato azionario fortemente in recupero anche a fronte di un contesto economico per molti versi drammatico.

Dal CAPE all'Excess CAPE Yield (ECY)

L'andamento favorevole dei mercati azionari, nonostante la pandemia e i pesanti effetti economici (oltre che umani) che l'hanno accompagnata, ha indotto lo stesso Robert J. Shiller a rivedere il ruolo del CAPE in un contesto di tassi particolarmente bassi. In un articolo del 30 novembre 2020 sul sito Project Syndicate⁸, Robert J. Shiller, Laurence Black e Farouk Jivraj sottolineano che il livello compresso dei tassi d'interesse ha reso il mercato azionario attraente nonostante fondamentali in netto deterioramento.

La loro interpretazione dell'andamento dei mercati azionari nel 2020 si basa sull'alternarsi di quelle che Shiller in altre occasioni aveva definito "**narrative**"⁹ e sul ruolo dei tassi d'interesse. Ad esempio, nella prima fase dopo il crollo delle borse di febbraio/marzo 2020 la "narrativa" prevalente era quella di non perdere il rimbalzo dei mercati per le aspettative di ripresa a V: il cosiddetto "effetto FOMO" (Fear Of Missing Out). Una seconda narrativa è stata quella della "stay-at-home" economy che avrebbe avvantaggiato i settori tecnologico e delle comunicazioni digitali. Entrambe hanno avuto un effetto importante sull'andamento favorevole delle borse dalla seconda metà di marzo 2020.

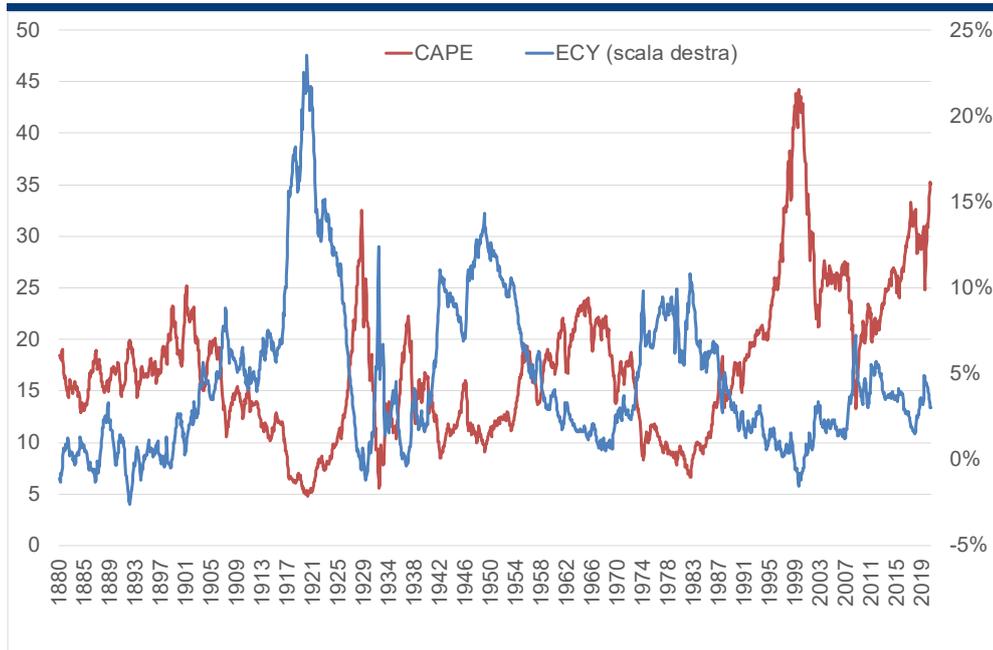
Il livello raggiunto dal CAPE a novembre 2020 negli Stati Uniti era pari a quello raggiunto all'inizio del 2018, alla fine degli anni 1920 e all'inizio degli anni 2000. Apparentemente un chiaro segnale di sopravvalutazione del mercato azionario. Tuttavia, se si tiene conto del livello contenuto dei tassi e del loro ruolo nell'influenzare le valutazioni, si ottengono risultati diversi.

Shiller e i coautori dell'articolo definiscono quindi l'**Excess CAPE Yield (ECY)** come la differenza tra il reciproco del CAPE ratio, che indica quindi il "rendimento del mercato azionario" e il tasso d'interesse reale a 10 anni. Una misura dunque dell'eccesso di rendimento reale nel mercato azionario rispetto al rendimento reale nel mercato obbligazionario dei titoli di Stato. Una sorta di "equity market premium" che indica l'attrattività relativa tra azioni e obbligazioni. Un ECY elevato indica una convenienza relativa delle azioni rispetto alle obbligazioni, mentre un valore basso o finanche negativo indica una convenienza relativa delle obbligazioni rispetto alle azioni.

⁸ Shiller Robert J., Laurence Black, Farouk Jivraj; "Making Sense of Sky High Stock Prices"; Project Syndicate; 30 novembre 2020.

⁹ Si veda per un'illustrazione completa Shiller Robert J.; "Narrative Economics"; NBER WORKING PAPER SERIES; 2017.

L'andamento del CAPE e dell'Excess CAPE Yield a confronto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del database di Robert J. Shiller:
<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

L'andamento dell'ECY evidenzia che il livello contenuto dei tassi d'interesse reali determina una relativa convenienza delle azioni rispetto alle obbligazioni a fine 2020, anche dopo una performance così robusta dei mercati azionari nel corso dell'anno. Se il CAPE di per sé indicherebbe una sopravvalutazione delle borse, la correzione per tener conto del rendimento obbligazionario reale rende tale sopravvalutazione un giudizio rivedibile. Il livello dei tassi reali così basso e finanche negativo determina ancora una relativa attrattività del mercato azionario rispetto a quello obbligazionario.

Non a caso, la vera potenziale svolta in negativo per le borse si è verificata all'inizio del 2021, in occasione di una repentina risalita dei tassi negli Stati Uniti. La convenienza relativa del mercato azionario rispetto a quello obbligazionario, soprattutto in settori "growth" come quello tecnologico, è venuta meno, innescando vendite e dunque una correzione delle borse.

Conclusione

La storia delle valutazioni degli indici azionari evidenzia che i cambiamenti economici e strutturali possono determinare segnali inappropriati di sopra o sottovalutazione. Il price/earnings nelle sue diverse forme, utilizzando gli utili storici o quelli attesi, o realizzando opportune correzioni per tener conto del ciclo economico o dell'inflazione, non fornisce oggi un convincente aiuto nella determinazione del valore "corretto" degli indici azionari. Ciò è vero maggiormente in un'epoca caratterizzata da profonde trasformazioni come quella di un sostanziale azzeramento dei tassi d'interesse, che rendono l'investimento azionario una delle poche alternative per una redditività positiva, seppur a costo di maggior rischio. L'utilizzo di un indicatore, come l'Excess CAPE Yield (ECY), che tenga conto della dinamica dei tassi d'interesse, aiuta nello spiegare perché apparenti sopravvalutazioni sono giustificate dalla convenienza relativa tra mercato azionario e obbligazionario. Altre considerazioni riguardanti le trasformazioni strutturali in atto saranno svolte più avanti e contribuiranno a definire meglio le condizioni valutative dei mercati azionari oggi.

Il ruolo degli utili attesi

La stima degli utili attesi risulta fondamentale nelle metodologie di valutazione di una società o di un indice azionario, dal momento che ha il vantaggio di contenere informazioni prospettiche in grado di influire sulle scelte degli investitori. Il valore di mercato rappresenta la sintesi delle valutazioni che i venditori e i compratori esprimono sulla possibilità e capacità che la società possa generare flussi di cassa e utili in un orizzonte temporale futuro.

Piero Toia

La prassi dell'analisi finanziaria rivela che le valutazioni degli indici azionari vengono comunemente realizzate sulla base degli utili attesi più che di quelli storici. Gli utili attesi, infatti, hanno il vantaggio di contenere informazioni prospettiche e non storiche: tengono cioè conto della presumibile evoluzione della profittabilità futura delle aziende, rilevante soprattutto in fasi di inversione del ciclo dei profitti. Ad esempio, la pandemia da COVID-19 ha determinato un crollo dei profitti a partire dal secondo trimestre del 2020 in Europa e negli Stati Uniti, rispettivamente pari al 61,8% e al 31,2% su base annua. L'entità del calo è stata tale da influenzare anche la media storica e, dunque, dare un segnale errato di ridotta profittabilità strutturale delle aziende. L'eccezionalità del contesto è stata invece catturata dalle previsioni di rimbalzo degli utili che, già per i trimestri successivi al secondo, sono stati rivisti al rialzo per effetto delle aspettative di ripresa.

Il valore di un asset dipende in sostanza dalla capacità di generare flussi reddituali; il "valore di mercato", che comunemente definiamo "prezzo di mercato", rappresenta la sintesi delle valutazioni che i venditori e i compratori esprimono proprio sulla possibilità e capacità che la società possa generare flussi di cassa e utili in un orizzonte temporale futuro, tenendo conto anche dell'incertezza di tali flussi e delle condizioni del mercato. **La valutazione condotta scaturisce dall'applicazione di varie metodologie che possono riassumersi in analitiche/assolute (attualizzazione dei flussi) e relative (tramite l'utilizzo di multipli).**

Nel primo caso, il valore di un'attività aziendale è funzione di tre variabili: 1) flussi di cassa; 2) l'orizzonte temporale in cui tali flussi di manifestano; 3) la rischiosità dell'investimento, che influisce sul tasso di attualizzazione. In sostanza, per determinare il valore, e dunque il prezzo, di un asset si attualizzano i flussi di cassa futuri generati dall'attività aziendale (FC) relativi a un orizzonte temporale indefinito, legato alla vita utile dell'azienda (t), utilizzando un opportuno tasso di attualizzazione (R), secondo la formula:

$$\text{Valore} = \sum_{t=1}^{t=n} FC / (1 + R)^t$$

I flussi di cassa dipendono naturalmente dalla capacità dell'azienda di generare utili sia attuali che soprattutto prospettici, condizione necessaria per la sopravvivenza dell'attività stessa.

La comunità degli analisti finanziari elabora quindi, su base periodica, le previsioni sugli utili attesi delle singole società. Aggregando tali previsioni per le società che costituiscono i principali indici azionari si ottiene una stima per gli "utili dell'indice", che riassume le aspettative sulla profittabilità delle società che costituiscono l'indice stesso.

La seconda metodologia utilizzata nella valorizzazione di un'azienda o di un indice è legata a parametri di valutazione relativa, basata cioè su multipli (quali il P/E) che consentono di sintetizzare in un unico valore un processo implicito di attualizzazione dei risultati attesi. La definizione del P/E si ottiene confrontando il valore dell'indice a una certa data con gli utili attesi delle società appartenenti all'indice stesso. Tale impostazione si basa sui multipli definiti "leading" ed è la più utilizzata, dal momento che la valutazione degli utili futuri consente al mercato di anticipare una possibile tendenza; in sostanza, il rapporto indica quante volte gli investitori sono disposti a pagare attualmente gli utili di una determinata società. Pertanto, si tenderà a preferire quegli asset i cui multipli di mercato presentano valori contenuti e in progressiva riduzione; ciò

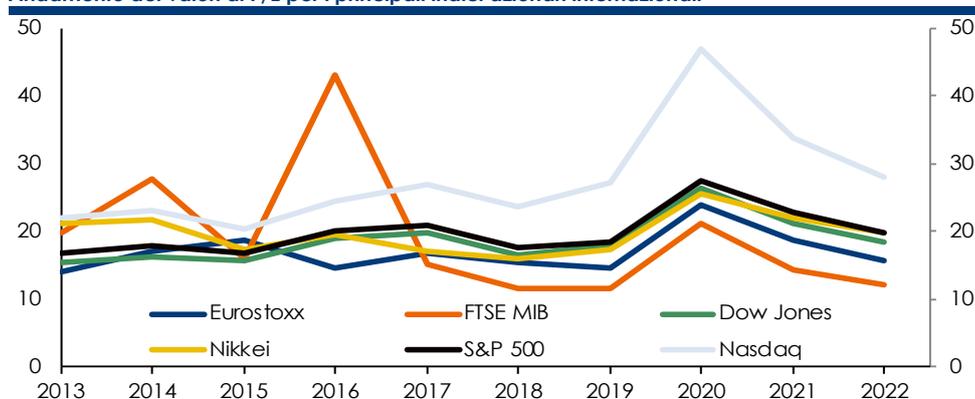
sta a significare che, sulla base dei prezzi attuali, gli utili prospettici sono attesi in continuo aumento portando a ritenere che le attuali quotazioni non incorporino completamente uno scenario di crescita.

Multipli, crescite dei principali indici azionari

	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
Euro Stoxx	426,60	14,62	23,99	18,67	15,77	2,49	-30,09	35,73	18,41
Euro Stoxx 50	3.850,96	14,06	22,53	18,52	15,95	2,08	-23,68	28,78	16,13
Stoxx 600	426,82	14,52	22,65	18,05	15,63	2,67	-27,05	32,44	15,42
DAX	14.557,58	14,32	19,18	15,83	13,82	-1,07	-10,96	27,47	14,59
CAC 40	6.055,43	15,52	28,46	19,26	16,37	-0,70	-38,99	58,28	17,69
FTSE 100	6.803,61	12,57	20,96	15,01	13,15	-5,31	-36,50	46,37	13,69
IBEX 35	8.657,73	13,02	34,64	19,09	14,79	1,45	-62,50	94,69	29,06
FTSE MIB	24.261,12	11,56	21,17	14,31	12,01	4,30	-39,16	55,20	19,14
FTSE All Share	26.417,61	11,97	22,07	14,96	12,47	7,72	-39,03	55,83	19,91
SMI	10.944,48	17,39	19,55	17,94	16,36	8,50	-4,30	11,83	9,73
Nasdaq Composite	13.471,57	27,53	46,90	33,71	27,94	1,74	-1,08	43,29	20,53
Dow Jones Industrial	32.825,95	17,76	26,42	21,14	18,48	-11,18	-16,58	32,57	14,39
Nikkei 225	29.921,09	17,38	25,48	21,98	19,85	-10,98	16,69	18,23	10,71
Hang Seng	29.027,69	11,01	17,60	14,86	12,88	5,03	-5,09	15,12	15,35
Bovespa	114.018,78	17,74	45,58	10,39	10,33	-13,80	-57,81	High	0,42
RTS Interfax	1.552,81	6,25	13,01	7,79	7,06	-10,90	-44,93	82,43	10,34

Nota: il valore particolarmente elevato relativo al FTSEMIB nel 2016 è dovuto alla forte contrazione dell'EPS legata a Unicredit (accantonamenti straordinari) e agli effetti della fusione tra Banco Popolare e Banca Pop. di Milano. La scala a destra si riferisce ai valori del Nikkei. Dati aggiornati al 16.03.2021. Fonte: Factset

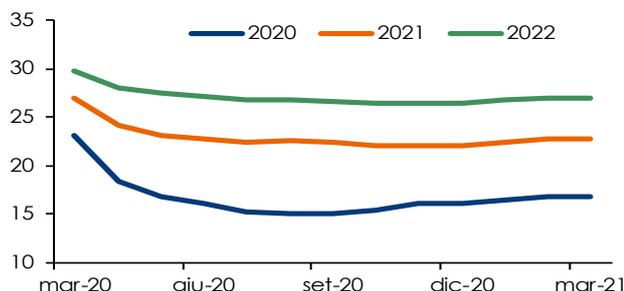
Andamento dei valori di P/E per i principali indici azionari internazionali



Nota: il valore particolarmente elevato relativo al FTSEMIB nel 2016 è dovuto alla forte contrazione dell'EPS legata a Unicredit (accantonamenti straordinari) e agli effetti della fusione tra Banco Popolare e Banca Pop. di Milano. La scala a destra si riferisce ai valori del Nikkei. Dati aggiornati al 16.03.2021. Fonte: Factset

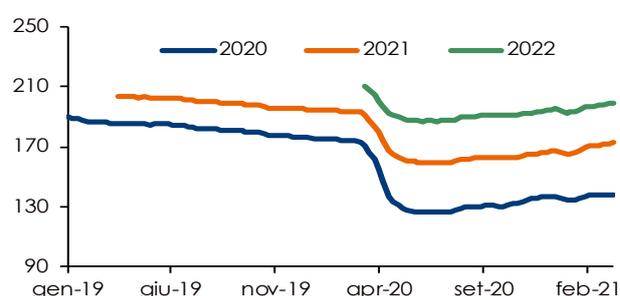
Anche nel caso del P/E così definito emergono dei limiti evidenti. Il primo è l'orizzonte temporale degli utili attesi: un orizzonte che vada oltre i 12-24 mesi è alquanto incerto per le numerose variabili che possono incidere sulla profittabilità aziendale in un lasso di tempo così lungo: è consuetudine che le stime relative a esercizi più lontani nel tempo vengano continuamente riviste dal consenso sulla base di indicazioni e informazioni che, di volta in volta, possono giungere dalle società o dal contesto macroeconomico di riferimento. Pertanto, è preferibile e più attendibile utilizzare gli utili attesi relativi dai 12 o ai 24 mesi successivi al momento della valutazione. Nel grafico di seguito riportato si evidenzia come le stime future vengano costantemente riviste e aggiornate per allineare le attese a quanto, di volta in volta, emerge dai risultati societari, dagli outlook rilasciati dalle società o dai dati macroeconomici che possano influire sulle stesse aspettative di crescita del Paese e delle aziende.

Andamento stime di consenso relative agli utili attesi in Europa



Nota: valore degli utili per azione (EPS) in euro. Fonte: Factset

Andamento stime di consenso relative agli utili attesi negli USA



Nota: valore degli utili per azione (EPS) in dollari. Fonte: Bloomberg

Ne deriva una valutazione maggiormente in linea con le prospettive delle società ma comunque dipendente dal riferimento che si sceglie di utilizzare per stabilire la sopra o sottovalutazione degli indici. Infatti, la valutazione dell'indice va fatta sulla base del confronto dell'attuale valore del P/E (calcolato utilizzando gli utili attesi) con un riferimento ritenuto "giusto", la cui determinazione viene comunemente realizzata utilizzando una media storica degli ultimi 10 anni. Ed è proprio questo il secondo limite nell'utilizzo di tale formulazione del P/E. La velocità con cui si determinano cambiamenti strutturali nella profittabilità delle imprese e nella composizione degli indici rende la media storica degli utili un indicatore non attendibile del valore di riferimento per il confronto del P/E. I cambiamenti tecnologici e le differenti situazioni di mercato rendono molto spesso poco confrontabili realtà aziendali molto distanti fra loro nel tempo: negli ultimi anni abbiamo assistito a profonde mutazioni nei mercati, causate sia da inaspettate crisi (come quella finanziaria del 2008-09, che ha avuto ripercussioni anche negli esercizi successivi) che da progressi tecnologici, di struttura e di governance aziendale, a cui si aggiungono nuovi obiettivi di sostenibilità ambientale. In conclusione, il raffronto con una media storica potrebbe non rilasciare un'indicazione completamente attendibile per quanto riguarda la sopra o sottovalutazione degli indici.

Inoltre, **le attese sugli utili derivanti dalle stime di consenso degli analisti generalmente vengono aggiornate su base periodica ma non istantaneamente e contemporaneamente**. Si determina cioè un ritardo fisiologico tra eventi di rilievo che possono modificare le stime di profittabilità e il conseguente aggiornamento delle stime da parte degli analisti. Sebbene spesso con effetti trascurabili, tale fenomeno può determinare delle variazioni ingiustificate dei P/E, come nel caso recente della pandemia da COVID-19. Tra febbraio e marzo 2020, nel pieno dello scoppio della pandemia, le stime di consenso non avevano ancora intercettato le drastiche riduzioni degli utili attesi conseguenti alle previsioni di una decisa contrazione del PIL derivante dall'interruzione totale delle attività produttive. Situazione evidente dal grafico sopra riportato, dove si nota come ci sia stata una profonda revisione al ribasso delle stime relative agli utili sia in Europa che negli Stati Uniti, da parte del consenso, in modo non tempestivo con la reazione di mercato: i primi importanti adeguamenti si sono infatti registrati tra la fine di marzo e l'inizio di aprile.

Infine, più in generale, va valutato che l'utilizzo degli utili attesi determina in ogni caso una situazione di aleatorietà relativa all'effettivo conseguimento degli utili considerati. Il loro utilizzo, cioè, presume che gli utili stimati vengano effettivamente realizzati, cosa spesso non verificata se non in misura approssimativa.

Ciononostante, le informazioni desumibili dalle previsioni degli analisti appaiono un riferimento utile per l'analisi della valutazione degli indici azionari, soprattutto se paragonate a metodi che utilizzano serie storiche limitate degli utili conseguiti, che hanno il vantaggio di essere certi ma lo svantaggio di non essere necessariamente ripetibili.

Altri metodi di valutazione

Altri metodi di valutazione prendono in considerazione misure alternative rispetto ai prezzi azionari o agli utili aziendali, oppure tentano di correggere distorsioni legate all'utilizzo del metodo tradizionale del rapporto tra prezzi e utili. Tra i metodi alternativi di valutazione accenniamo ai seguenti:

P/E Positive: rapporto tra i prezzi azionari correnti e gli utili storici, generalmente riferiti agli ultimi 12 mesi, escludendo i casi di perdite. Si considerano cioè solo gli utili positivi.

Price/Cash Flow: rapporto tra i prezzi azionari correnti e il cash flow delle aziende. L'utilizzo è finalizzato a concentrarsi sulla generazione di flussi di cassa rispetto agli utili netti, che possono essere influenzati da diverse politiche contabili.

Dividend Yield: rapporto tra dividendi e prezzi delle azioni, ad evidenziare la redditività delle stesse nella componente legata alla distribuzione dei dividendi. Si utilizza per evidenziare la componente cedolare dell'investimento azionario, tipicamente utile per titoli di settori relativamente maturi. Generalmente utilizzato nello stile di investimento *value* (con riferimento ai titoli di società che operano in settori merceologici piuttosto maturi, caratterizzati da tassi di crescita degli utili costanti e contenuti) che si contrappone a quello *growth* (che include aziende con maggiore potenzialità di crescita).

Price/Book Value: rapporto tra i prezzi delle azioni e i "valori di libro" delle società. Si utilizza per mettere in relazione il valore di mercato con quello risultante dai bilanci. E' tipicamente usato nell'ambito del settore bancario.

Price/Sales: rapporto tra valori azionari e fatturato delle aziende. Viene utilizzato per indicare il valore attribuito dal mercato a un'unità di vendite, ma ha il difetto di non tener conto dell'eventuale differenza nella capacità di produrre utili a parità di vendite da parte delle aziende.

Price/EBITDA: rapporto tra prezzi azionari e utili operativi. Viene utilizzato per cogliere la capacità delle aziende di produrre utili prima dello scomputo di spese per ammortamenti, interessi e tasse, cioè senza tener conto delle politiche fiscali, finanziarie e contabili delle aziende.

Enterprise Value/EBITDA o Enterprise Value/Sales: rapporto tra il valore d'impresa e l'EBITDA o le vendite. E' simile ai due indicatori precedenti, solo che considera il totale degli attivi: include cioè anche il valore del debito e del cash disponibile, oltre a quello azionario. Ha particolare rilevanza quando si vuole valutare la capacità delle aziende di creare valore in ottica di acquisizioni societarie.

EBITDA/Interest expense: è il rapporto tra gli utili operativi e la spesa per interessi. E' un rapporto che viene utilizzato in ambito dell'analisi di credito per valutare la capacità delle aziende di coprire la spesa per interessi tramite la generazione di utili operativi.

Net debt/ EBITDA: è il rapporto tra il debito al netto della cassa e gli utili operativi. Anch'esso è utilizzato nell'analisi di credito e misura la capacità di restituzione del debito tramite la produzione di utili operativi.

Principali indicatori di valutazione riferiti all'S&P500

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
P/E (x)	17,4	18,3	18,8	20,5	21,3	16,6	21,2	30,3	22,2	19,3
Prezzo/Utili, Positivo (x)	17,2	18,1	18,2	19,6	21,0	16,6	20,9	27,0	21,7	19,2
Prezzo/Book Value (x)	2,6	2,8	2,8	2,9	3,3	3,0	3,6	4,1	3,9	3,6
Prezzo/flussi cassa (x)	9,1	10,7	10,9	12,1	14,2	10,8	13,7	18,0	15,6	13,6
Prezzo/vendite (x)	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	1,9	2,3	2,8	2,6	2,5
Prezzo/EBITDA (x)	8,9	9,8	10,4	10,6	11,4	10,1	11,5	16,8	12,7	11,4
EV/Sales (x)	1,9	2,1	2,1	2,3	2,5	2,3	2,7	3,2	3,0	2,8
EV/EBITDA (x)	10,1	11,1	12,1	12,3	13,2	11,8	13,5	19,1	14,4	13,0
Rendimento dividendo (%)	1,9	2,0	2,1	2,1	1,9	2,1	1,8	1,6	1,6	1,7

Fonte: Bloomberg

Valutazioni azionarie e trasformazioni strutturali

Le trasformazioni socioeconomiche in corso da diversi anni hanno visto un'accelerazione dopo lo scoppio della pandemia. Tassi d'interesse ai minimi storici, la crescente digitalizzazione e la transizione energetica sono tra i fattori che hanno influenzato anche la valutazione dei mercati azionari. Ne deriva un nuovo paradigma destinato a riflettersi nei prossimi anni sulla dinamica delle borse, nelle quali un peso crescente sarà attribuibile al settore info-tecnologico e alla sostenibilità. Inoltre, in un contesto di tassi mediamente più bassi che in passato, seppur in risalita, un ruolo di primo piano resterà assegnato alla valutazione relativa tra mercato azionario e obbligazionario.

Paolo Guida

Il tema del *fair value* nei mercati finanziari

Se nella teoria del valore gli economisti hanno dibattuto per secoli sul significato da attribuire al valore dei beni¹⁰, tenendo conto tra l'altro dei fattori produttivi, delle preferenze dei consumatori o della rinuncia al consumo, **nei mercati finanziari il concetto di valore non può prescindere da alcuni aspetti basilari:**

- la valutazione soggettiva e la valutazione "oggettiva";
- il mercato e la formazione dei prezzi;
- il ruolo delle aspettative.

Gli strumenti finanziari sono tipicamente valutati tenendo conto delle prospettive di redditività. Un'azione prende in considerazione le attese sui dividendi, un'obbligazione i flussi cedolari, certi o incerti. Le metodologie di valutazione possono differire ma il tema di fondo resta quello delle prospettive di redditività dello strumento finanziario.

Il concetto di *fair value* presuppone **una valutazione "oggettiva"**, a cui si affiancano **le valutazioni soggettive** degli analisti e degli operatori finanziari. A ben vedere una valutazione oggettiva presuppone un modello di valutazione "corretto" applicato a ipotesi sottostanti "corrette" sull'evoluzione dei fondamentali. Ad esempio, la valutazione di una specifica azione presuppone l'utilizzo di una metodologia presunta corretta, come il Dividend Discount Model (DDM), basandosi su attese di dividendi e su tassi di sconto supposti corretti. Non c'è tuttavia alcuna certezza che i mercati finanziari convergano sempre verso tali valori degli strumenti finanziari valutati secondo metodologie e fondamentali "corretti". C'è invece un progressivo aggiustamento dei valori di mercato per tener conto di notizie che implicino una variazione dei fondamentali o della più opportuna metodologia di valutazione.

Nel concreto gli operatori agiscono nel mercato secondo logiche differenti in termini di metodologia di valutazione e di ipotesi soggettive sull'evoluzione dei fondamentali. In tal senso **la formazione dei prezzi nel mercato** presuppone proprio una diversa determinazione del valore di uno strumento finanziario che trova concretezza nella diversa indicazione di prezzi in acquisto e in vendita da parte degli operatori. L'equilibrio nel mercato rappresenta la combinazione di diverse valutazioni che trovano espressione nei prezzi in acquisto e vendita proposti. A ben vedere ogni scambio rappresenta una diversa valutazione di acquirente e venditore e che giustifica la compravendita.

Prescindendo da considerazioni soggettive sulla metodologia di valutazione, che possono essere le più varie, possiamo considerare che esista una metodologia di valutazione prevalente per ogni classe di attività finanziaria, che riflette la letteratura finanziaria e la modellistica utilizzata nello specifico momento storico. A tale metodologia "di consenso" si affiancano le **aspettative**

¹⁰ Per una breve rassegna delle teorie del valore si veda: Lunghini G. e F. Ranchetti "Teorie del valore"; 1998;

sui fondamentali rilevanti per la valutazione degli strumenti finanziari. Ad esempio, un titolo di Stato americano viene valutato come valore attuale dei flussi cedolari futuri che ipotizziamo fissi e del capitale ricevuto a scadenza, utilizzando un tasso di sconto che riflette le aspettative sui tassi futuri. Se le attese di un investitore sono di progressivi rialzi dei tassi da parte della Fed, il valore del Treasury risulterà inferiore a quello valutato da un investitore che prevede tassi stabili nell'orizzonte del titolo obbligazionario. A loro volta, le prospettive sulla dinamica dei tassi dipenderanno dalle attese sulla crescita economica e sull'inflazione, che indurranno la Fed a modificare i tassi d'interesse o meno. Discorso analogo vale per un titolo azionario. Fermo restando il modello di valutazione utilizzato (DDM a uno o più stadi, somma delle parti, Discounted Cash Flow ecc.), le variabili chiave che influenzano la valutazione sono le attese sugli utili e sulla quota distribuita in termini di dividendi o riacquisto di azioni, ma anche il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi. A loro volta, le attese sugli utili dipenderanno dalla percezione della capacità dell'azienda di fatturare e di fare profitti nel contesto settoriale e competitivo in cui opera.

A tale ultimo proposito va considerato che **il ragionamento fatto a proposito di un singolo strumento finanziario vale anche a livello di settore o di indice**. Una classe omogenea di strumenti finanziari risponde alle stesse caratteristiche di un singolo strumento, in termini di valutazione e delle determinanti che la influenzano. Va tuttavia sottolineato che diversi settori appartenenti ad uno stesso indice possono presentare caratteristiche diverse e rispondere a dinamiche di competitività e prospettive di utili completamente diverse. Ne deriva la necessità, nel caso si consideri la valutazione di un indice azionario (in assenza di un approccio *bottom up* che preveda la sommatoria delle valutazioni dei singoli titoli), di tener conto della composizione settoriale dell'indice e della sua evoluzione nel tempo (si veda il "caso Italia" più avanti).

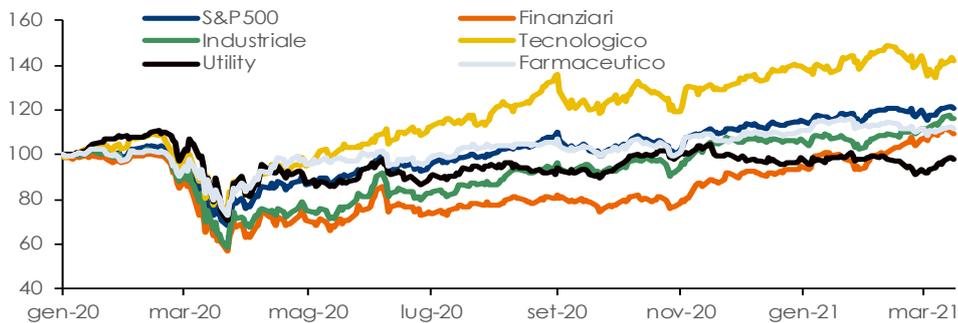
Detto questo, la valutazione relativa all'appetibilità di uno specifico strumento finanziario o di una classe di attività finanziaria deriva dal **confronto tra il valore attribuito dal mercato e il fair value** assegnato attraverso l'applicazione di una metodologia e di fondamentali attesi relativi a una società/strumento finanziario o a un insieme di società/strumenti finanziari appartenenti a un indice. Un prezzo di mercato inferiore alla valutazione considerata "corretta" (il *fair value*, appunto) indurrà un acquisto o una mancata vendita, mentre un prezzo di mercato superiore a tale livello di riferimento sarà un'occasione di vendita o di mancato acquisto.

Con riferimento agli indici azionari, l'attribuzione del *fair value* viene generalmente effettuata considerando una media storica o una formulazione che tenga conto della serie storica del rapporto tra prezzi e utili o di un indicatore analogo, come descritto sopra. Appare tuttavia chiaro che il confronto storico assume un'utilità relativamente scarsa in un contesto di rapidi cambiamenti nella struttura economica e dei mercati finanziari, poiché le composizioni degli indici e il contesto istituzionale ed economico si modificano radicalmente e strutturalmente.

Le trasformazioni strutturali

La struttura economica globale e i mercati finanziari vanno incontro a mutamenti continui e in certe fasi storiche alquanto radicali. E' il caso dei cambiamenti imposti dalla pandemia scoppiata nel 2020 e che ha indotto una progressiva digitalizzazione di diverse attività. L'effetto maggiormente visibile di tali trasformazioni nei mercati finanziari è stato quello di una sovraperformance significativa del settore tecnologico americano rispetto ai settori tradizionali.

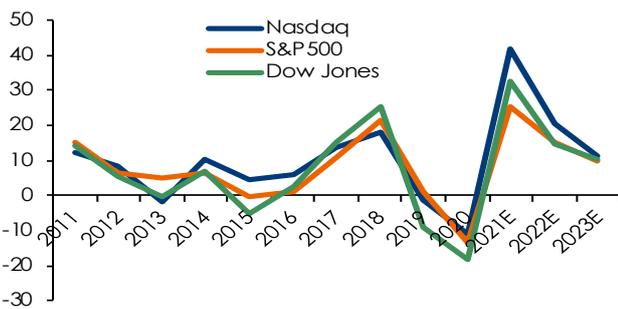
Andamento principali indici settoriali statunitensi



Nota: 01.01.2020= base 100. Fonte: Bloomberg

L'accelerazione dei prezzi ha trovato parzialmente riscontro in un miglioramento delle prospettive di utili delle aziende del settore più direttamente coinvolte, sia ex-ante attraverso le revisioni degli utili degli analisti, sia ex-post nella pubblicazione dei risultati trimestrali delle aziende stesse.

Andamento crescita EPS dei principali indici statunitensi



Nota: i dati relativi agli anni 2021, 2022 e 2023 si riferiscono a stime. Var. % a/a. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Factset

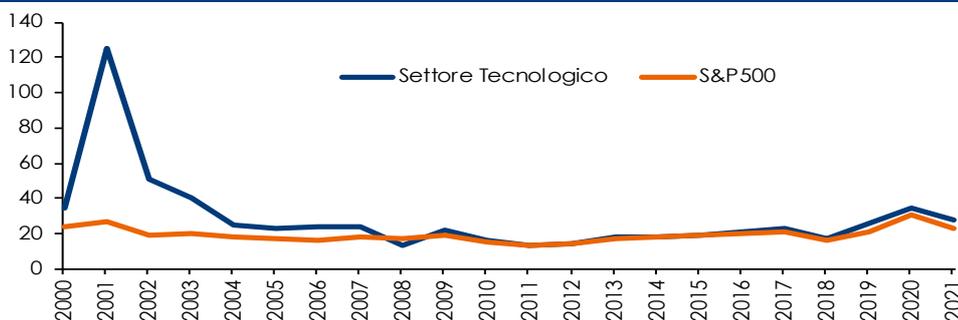
Andamento stime EPS relative all'indice Nasdaq



Nota: valori in dollari. Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Factset

Ciononostante, il price/earning (P/E) dei titoli tecnologici ha raggiunto livelli record, segnalando a prima vista una significativa sopravvalutazione del mercato.

Andamento P/E del Settore Tecnologico vs P/E dell'S&P500



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tuttavia, va precisato che la dinamica del P/E deve tener conto delle trasformazioni strutturali in atto e che si sono in parte verificate nel corso degli ultimi anni, ben prima dello scoppio della pandemia.

Più in particolare, le ragioni che possono aver determinato una valutazione più elevata che in passato nei mercati azionari sono le seguenti:

- composizione degli indici;
- prospettive di crescita;
- tassi d'interesse;
- effetto cd. TINA (There Is No Alternative);
- scenario post-pandemico.

L'evoluzione nella **composizione dei principali indici azionari** ha determinato una maggiore presenza di settori con valutazioni relativamente più alte, come quello tecnologico. Ne deriva una valutazione più alta per l'intero indice preso in considerazione. E' il caso dell'S&P 500 negli Stati Uniti, dove il progressivo aumento della capitalizzazione di borsa dei titoli appartenenti a settori maggiormente innovativi ha di fatto determinato un maggior peso di tali settori nell'indice complessivo. Ad esempio, i primi 6 titoli dell'S&P 500 (Apple, Microsoft, Amazon, Google, Tesla e Facebook) hanno una capitalizzazione che rappresenta il 25% circa del totale. Il settore infotech rappresentava nell'indice nel 1990 il 6,3% mentre oggi rappresenta il 27,8% circa ed è il primo per capitalizzazione nell'indice.

Quota settore Tecnologico sull'S&P500



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il secondo fattore strutturale che può giustificare una valutazione superiore riguarda le **prospettive di crescita degli utili** delle società e dunque dell'indice nel suo complesso. Si tratta di un aspetto legato comunque alla diversa composizione settoriale degli indici e che vede i settori a maggior crescita attesa, come quello infotech, determinare prospettive di forte aumento degli utili. Una valutazione relativamente superiore rispetto alla media storica può essere cioè giustificata dalle prospettive di maggior crescita degli utili. Non a caso un indicatore di valutazione spesso utilizzato mette in rapporto il P/E proprio con la crescita degli utili (indice PEG).

Il terzo fattore si riferisce allo **straordinario contesto monetario** in cui viviamo e che rende i tassi d'interesse in alcuni casi anche negativi. Una valutazione azionaria basata sul valore atteso dei flussi di cassa futuri non può non tener conto, nel processo di attualizzazione, del tasso di interesse "privo di rischio" che è incluso nel fattore di sconto utilizzato. Se, come sembra, il contesto di tassi d'interesse negativi (o comunque molto contenuti) è destinato a perdurare, l'impatto in termini di valutazione strutturalmente più alta che in passato è evidente.

La valutazione degli indici azionari deve inoltre tener conto dell'**alternativa d'investimento disponibile**. Nel caso del comparto obbligazionario di maggiore qualità creditizia si registrano oggi tassi di rendimento storicamente bassi, quando non negativi. E' possibile cioè che la valutazione azionaria non rifletta strettamente i fondamentali ma che comunque venga

supportata dall'assenza di alternative di redditività. In un contesto di redditività obbligazionaria (in euro o in dollari) sostanzialmente azzerata o comunque contenuta, l'investimento azionario può avere un'attrattività relativamente superiore e giustificata dalla volontà di mantenere una redditività positiva o comunque più alta.

Infine, **lo scoppio della pandemia** ha rappresentato un evento straordinario anche per le conseguenze economiche e finanziarie che ha determinato. A fronte della pesantissima crisi economica determinata dalle restrizioni finalizzate al contenimento del virus, si sono manifestati cambiamenti strutturali in diversi ambiti: la comunicazione digitale, la farmaceutica, la medicina in generale, gli acquisti di beni e servizi e, in prospettiva, l'energia e la salvaguardia dell'ambiente. I mercati finanziari hanno in parte anticipato tali cambiamenti strutturali, incorporandoli almeno parzialmente nei prezzi di mercato.

Conclusione

La straordinaria performance del settore tecnologico nel corso degli ultimi 10 anni è stata in parte il risultato di una dinamica degli utili molto più in crescita rispetto alla media dell'economia e dei principali indici azionari. Tuttavia, anche tenendo conto degli utili, l'entità della performance ha fatto sorgere dubbi sulla valutazione del settore, prospettando l'idea di un eccesso destinato a essere riassorbito. Col passare degli anni, tale presunta sopravvalutazione si è rivelata persistente, rivelando potenziali trasformazioni strutturali che ne giustificassero almeno in parte la persistenza. Le maggiori potenzialità di crescita, il livello dei tassi d'interesse, l'assenza di alternative di investimento e, più recentemente, le trasformazioni indotte dalla pandemia sono tutti fattori in grado di determinare una valutazione strutturalmente più alta del settore, destinata ad influenzare tutti i principali indici azionari che presentano una quota crescente di società tecnologiche nella loro composizione. Tuttavia, il probabile aumento dei tassi d'interesse conseguente a una progressiva normalizzazione delle condizioni socioeconomiche è in grado di ridurre tali valutazioni proprio nel settore tecnologico, dove la componente futura degli utili è prevalente e dunque maggiormente sensibile alla dinamica dei tassi.

L'effetto della pandemia sulle valutazioni

Già dalla seconda metà di febbraio 2020, il mercato ha scontato repentinamente lo shock della pandemia con un crollo del 40%, anticipando le successive cadute degli utili 2020. In seguito, prezzando una ripresa non ancora avviata, le borse hanno inanellato una serie di record in USA e di massimi di periodo in Europa. Le borse hanno dunque scontato molto presto le prospettive di una risoluzione in tempi brevi della pandemia, avvalorate poi dalla svolta sui vaccini a fine 2020. Tutto ciò si è riflesso sulle valutazioni degli indici, con multipli in altalena e dipendenti dalla differente dinamica degli utili e dei prezzi.

Laura Carozza

Il ruolo anticipatorio della borsa e la lentezza dei fondamentali

Le valutazioni degli indici dipendono da vari fattori: tra essi l'andamento dell'economia del paese di appartenenza e a livello globale, l'andamento dei dati di bilancio e delle prospettive della società (analisi fondamentale), l'analisi tecnica e il "momentum di mercato". Tra i quattro punti elencati, l'analisi tecnica è quella che più rapidamente cattura quel che il mercato sconta per indici e titoli nel prossimo futuro. L'analisi fondamentale è invece la più lenta ad adeguarsi ai cambiamenti e agli shock di mercato, poiché necessita della revisione da parte degli analisti delle stime degli utili e di conseguenza dei multipli.

Il 2020 è stato segnato dalla pandemia del COVID-19, che finora ha coinvolto nel mondo oltre 117 milioni di persone con 2,6 milioni di vittime, provocando uno shock senza precedenti per l'economia mondiale. In Europa le reazioni della borsa ai primi impatti del COVID sono state dirimpenti: dai massimi relativi del 19 febbraio 2020 l'indice Euro Stoxx ha iniziato una discesa repentina che in un mese lo ha portato a perdere il 40%, con le quotazioni passate da 421 a 252, livello minimo raggiunto il 18 marzo 2020.

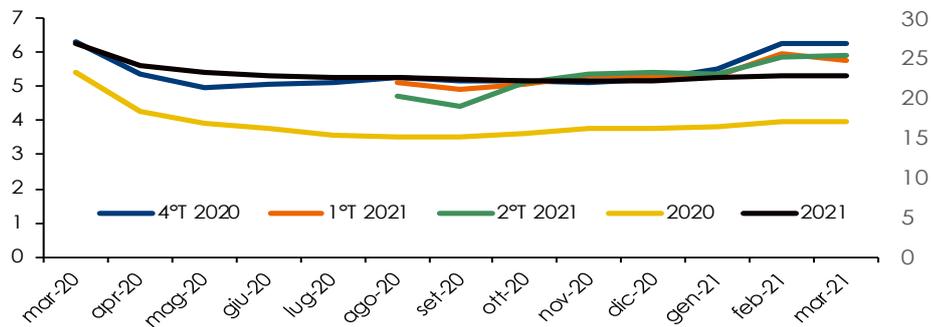
Eurostoxx – grafico giornaliero



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Dato il ruolo anticipatorio della borsa, per i gruppi appartenenti all'Eurozona gli investitori hanno immediatamente scontato un calo degli utili 2020 pari al 40% (che si è riflesso in un analogo ridimensionamento delle quotazioni), ipotizzando in prima battuta che i lockdown potessero contrarre di circa il 10% il PIL dell'Eurozona e di riflesso di un 35-40% gli utili societari. Il grafico sottostante evidenzia la lentezza nell'adeguamento delle stime di consenso (in termini di P/E e attese di crescita degli utili) che ha richiesto un paio di mesi, rispetto al mercato che lo ha scontato immediatamente. Infatti, a marzo e aprile le previsioni di consenso erano ancora decisamente disallineate, tanto da non incorporare lo shock di mercato avvenuto.

Andamento stime di consenso degli EPS dell'Euro Stoxx



Nota: valori in euro. I dati trimestrali riferiti alla scala a sx, mentre i dati annuali sono riferiti alla scala a dx. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FactSet

Euro Stoxx: P/E e impatto sugli utili, e di conseguenza sulle valutazioni mese per mese

Nel giro di un paio di mesi dopo il primo impatto negativo sui mercati, gli indici hanno recuperato tra il 50 e il 60% dell'intera discesa. Sul fronte politico-economico, è partito un processo di maggior integrazione dei paesi europei che, oltre a essere sostenuti dalla Banca Centrale Europea, hanno raggiunto un accordo su un piano di aiuti economici definito NEXT Generation EU; intanto l'impatto sul calo del PIL nel 2020 per l'Eurozona si è man mano ridimensionato al 6,8% e gli investitori hanno iniziato a scontare il fatto che il fenomeno pandemico fosse transitorio e che una volta trovati vaccini e cure anti-COVID si sarebbe ritornati a una certa normalità. Si è diffusa la convinzione che il recupero degli utili sui livelli anti-pandemia sarebbe avvenuto nel giro di 1 anno, mentre il focus si spostava sugli utili stimati per il 2021.

L'euforia dimostrata tra metà marzo e inizio giugno 2020 ha poi lasciato spazio a una fase di lateralità fino a settembre, con i mercati che hanno evidenziato una divergenza tra gli indici di paesi più virtuosi, come il tedesco DAX, e indici di economie più fragili come quelle dei paesi periferici. Il primo ha decisamente sovraperformato durante la pandemia, grazie a una sanità più preparata anche a situazioni d'emergenza (con una capacità di posti in terapia intensiva a disposizione di 6 volte superiore a quella italiana), ai fondi disponibili messi a disposizione da un'economia più solida e a un'economia basata maggiormente sull'industria rispetto ai servizi come il Turismo. Di contro, paesi come Spagna e Italia sono stati penalizzati dall'esposizione molto rilevante al Turismo, duramente colpito dalle restrizioni per arginare il COVID. In tale contesto, le valutazioni dei paesi periferici hanno scontato un lasso di tempo più ampio per recuperare gli utili persi a causa della pandemia (anche un paio di anni).

Nel frattempo, con riferimento ai fondamentali a livello trimestrale, gli utili dell'Euro Stoxx nel 2° trimestre chiuso al 30 giugno sono calati del 60% e i ricavi del 20,9%.

A ottobre in Europa è iniziata una seconda ondata di contagi che inizialmente ha colpito decisamente Francia e Spagna, seguite dal Regno Unito, per poi coinvolgere tutti gli altri paesi europei, costringendo nuovamente a effettuare lockdown più o meno estesi, con riflessi ancora inevitabili sull'economia nell'ultima parte dell'anno, anche se inferiore a quella primaverile. Per il 3° trimestre il consenso si è poi focalizzato su una decrescita media degli utili superiore al 30%, mentre i risultati hanno sorpreso al rialzo registrando un calo pari al 20% e una percentuale di risultati superiori alle attese del 56,4%; di contro, i ricavi sono scesi dell'8,1% con sorprese positive nel 63,8% dei casi (fonte: FactSet).

Per il 4° trimestre 2020, le previsioni indicavano inizialmente una flessione a doppia cifra, dovuta soprattutto ai nuovi lockdown adottati dai vari Paesi europei. In tale scenario, in cui le quotazioni si apprestavano a un nuovo ritracciamento, l'individuazione di vaccini efficaci da parte di Pfizer-BioNtech, Moderna e Astra Zeneca ha permesso un recupero decisamente elevato nel mese di novembre, che ha condotto l'Eurostoxx a registrare una delle migliori performance mensili da quando sono state create le serie storiche sugli attuali indici (Eurostoxx +22%) e a registrare nuovi massimi di periodo, confermati poi dal proseguimento del trend rialzista a dicembre 2020 e nel primo bimestre 2021. Questa volta le prospettive di una risoluzione della pandemia nei mesi successivi hanno decisamente favorito i settori ciclici, tra cui l'Energia e i Bancari, che da inizio novembre, data in cui è iniziato l'ultimo trend rialzista ancora in atto, hanno conseguito una performance pari al 47% e 59% rispettivamente, dopo aver sofferto moltissimo durante la fase pandemica più acuta. In tale contesto, gli indici periferici hanno decisamente sovraperformato. La salita, oltre all'approvazione dei vaccini, ha scontato un nuovo intervento di aiuti da parti di governi e Autorità sovranazionali per fornire all'economia la liquidità necessaria, dato il contesto di crescita dell'economia particolarmente compressa e in uno scenario in cui soprattutto i servizi sono penalizzati fortemente dall'inasprimento delle misure restrittive rispetto all'industria. Ad oggi le stime di Intesa Sanpaolo per il PIL dell'Eurozona sono pari al +4% per il 2021. Inoltre, il calo degli utili atteso per il 4° trimestre è stato poi rivisto dal consenso in miglioramento e alla data di uscita di questa pubblicazione si stima un aumento di circa il 13,9%, grazie soprattutto alla domanda dei paesi asiatici, fra cui la Cina, e agli USA, usciti prima dei paesi europei dagli effetti pandemici.

Infine, le prospettive per i prossimi trimestri indicano un forte rimbalzo degli utili, grazie soprattutto all'effetto comparativo favorevole con l'analogo periodo 2020 maggiormente colpito dalle restrizioni.

Andamento trimestrale delle stime relative a utili e ricavi per l'Euro Stoxx (var. % a/a)

	4° trim. 2020	1° trim. 2021P	2° trim. 2021P	2020P	2021P
Utili	13,9	55,8	103,8	-27,7	31,4
ex Finanziari	32,9	48,4	153,0	-24,2	32,9
ex Energia	19,2	59,3	74,0	-23,8	26,0
ex Tecnologici	14,4	57,7	113,8	-29,2	33,0
Ricavi	0,1	6,0	18,5	-7,2	7,9
ex Finanziari	0,5	6,5	20,1	-8,2	9,1
ex Energia	2,4	6,4	11,0	-5,1	7,0
ex Tecnologici	0,1	5,8	18,7	-7,4	7,9

Nota: dati aggiornati al 17.3.2021. P= previsione. Fonte: FactSet

Euro Stoxx: P/E e impatto annuale sugli utili e di conseguenza sulle valutazioni

I P/E attuali dell'Euro Stoxx restano moderatamente a premio rispetto alla media storica 2012-19 a circa 18,6x contro 15,9x, con la prospettiva di riportarsi in linea nel 2022, a fronte di stime di un recupero degli utili per azione pari al 35,7% per il 2021 e non sufficienti a compensare il calo stimato al 30% per il 2020, data l'inferiore base di calcolo da cui si parte. Solo nel 2022 le attese di aumento degli utili pari al 18,4% compenserebbero i cali degli effetti pandemici dell'intera area euro, pur considerando le differenze sopra citate tra i vari indici.

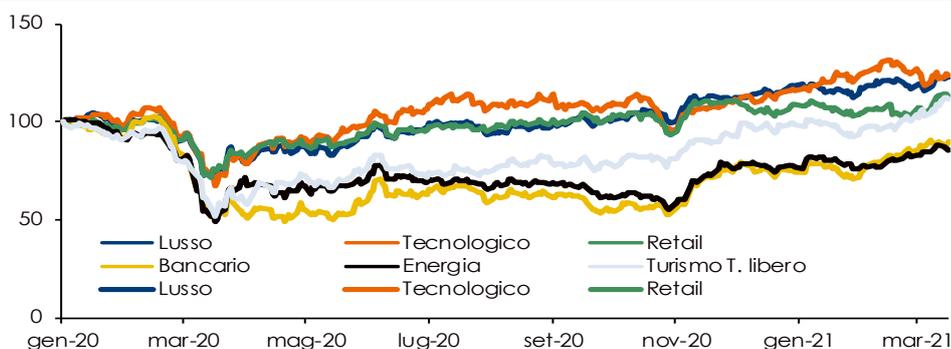
L'impatto settoriale

A livello settoriale, nel 2° e 3° trimestre 2020 i cali maggiori hanno interessato soprattutto i ciclici, come Risorse di Base, Turismo e Tempo Libero in primis, seguiti da Energia (79%), Industriale (-39%), Costruzioni (-20%) e Food & Beverage (-35%), che hanno risentito delle limitazioni imposte ai ristoranti. I settori più colpiti sono arrivati a perdere anche il 70% dalle quotazioni di febbraio, allineandosi in molti casi alle ipotesi di calo degli utili per l'intero anno. Di contro, titoli difensivi e meno esposti alla pandemia, come i Farmaceutici, le Utility, gli Alimentari, i Retailer e i titoli volti al mondo online ed e-commerce, hanno decisamente sovraperformato durante l'emergenza

sanitaria. Il primo ha beneficiato del focus sui vaccini; si stima infatti che in futuro ci sia una maggiore propensione alle vaccinazioni a livello globale. Il Lusso ha tenuto più di altri settori, sostenuto dal recupero della domanda cinese, con il paese che è uscito prima degli altri dalla pandemia. Naturalmente il settore che ha guadagnato di più durante la pandemia è stato il Tecnologico, beneficiando della ripresa della domanda dei semiconduttori, della digitalizzazione, dello smart working ecc. (si veda approfondimento nel paragrafo USA Tecnologici).

Nel 4° trimestre le flessioni sono state decisamente rilevanti per gli utili di Turismo e Tempo Libero ed Energia (-50,9%), anche se riviste in miglioramento per quest'ultimo. In decisa flessione anche i Bancari (-49%), seguiti da Media (-30%) e Retail (-29,5%). Di contro, le Risorse di Base hanno registrato una significativa percentuale positiva degli utili e sono state riviste in miglioramento le attese per le Costruzioni, con utili sostanzialmente invariati su base annua, così come i Tecnologici. In significativo rialzo gli utili per Auto e Industriali, seguiti da una crescita a doppia cifra degli utili di Utility e Chimici (+29%) e delle Telecomunicazioni a +16%. In aumento a singola cifra Farmaceutici a 8,7% e Assicurativi a +3% (Fonte FactSet).

Andamento principali settori europei



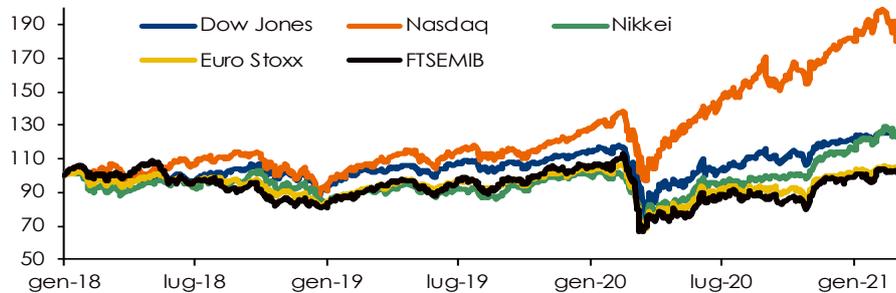
Nota: 01.01.2020= base 100. Fonte: Bloomberg

Le notizie confortanti giunte sul fronte dei vaccini hanno consentito una prima rotazione dei comparti a favore dei ciclici più colpiti dalla pandemia come: Turismo e Tempo Libero (incluse le compagnie aeree), grazie alle prospettive di un ritorno ai viaggi in tempi più rapidi; Energia, grazie a un recupero del petrolio, penalizzato in precedenza dalla riduzione drastica della domanda a causa della pandemia; Bancari, a motivo del venir meno della necessità di ulteriori ingenti accantonamenti per far fronte alle eventuali perdite su crediti per aziende colpite dalla pandemia. Il settore è anche interessato da operazioni di M&A per affrontare meglio gli effetti pandemici. Buon recupero anche del comparto Auto, grazie ai risultati dell'elettrificazione e alla solida performance del mercato cinese, e delle Costruzioni, in prospettiva di nuova liquidità immessa dai governi per rilanciare le infrastrutture.

Allo stato attuale, analizzando i vari fattori che incidono sulle quotazioni come le stime di crescita dell'Eurozona, i fondamentali e le prospettive di aumento degli utili sopra citati per il biennio 2021-22, si deduce che tali fondamentali non supportano appieno i nuovi massimi relativi di questo periodo, giustificati invece da una liquidità in circolazione enorme, dall'M&A e dalla mancanza di alternative attraenti, che convogliano gli investimenti su asset rischiosi come l'Equity. A tal proposito, però, l'irripidimento della curva dei tassi sui titoli governativi da inizio anno intimorisce gli investitori in merito al vantaggio comparato dell'azionario rispetto ad altri investimenti e fa aumentare la volatilità soprattutto sui titoli ad alta crescita statunitensi; ciò si riflette in modo inferiore sui listini europei, data la lenta ripresa dell'economia e le inferiori prospettive di inflazione, legata solo all'aumento delle quotazioni delle materie prime e al minor peso dei titoli *growth*

rispetto a quelli *value*; ad ogni modo, i listini europei restano fortemente correlati all'andamento della borsa statunitense.

Raffronto principali indici internazionali



Nota: 01.01.2018= base 100. Fonte: Bloomberg

L'impatto sulle valutazioni degli indici statunitensi

L'impatto della pandemia su ricavi e utili negli USA è stato decisamente inferiore a quello europeo. La politica statunitense è stata orientata a salvaguardare l'economia il più possibile, a volte anche a scapito della salute; inoltre, la Fed ha letteralmente inondato di liquidità il mercato e le manovre fiscali a favore di famiglie e imprese sono state decisamente rilevanti. Allo stato attuale, i dati USA indicano un'economia solida, confermata anche dai dati sulla disoccupazione pari al 6,2% dopo aver raggiunto il 14,5% a marzo 2020, e la contrazione del PIL per lo scorso anno è stata pari al -3,5% ed è attesa nel 2021 in aumento del 6,8% secondo le stime di Intesa Sanpaolo, riviste più volte al rialzo: questi dati sono decisamente importanti per le valutazioni degli indici, poiché l'andamento dell'economia si riflette in modo decisivo sull'andamento della borsa. La dicotomia in termini di crescita economica tra le due aree, europea e statunitense, ha consentito a Wall Street di sovraperformare in modo deciso, poiché si è riflessa sugli utili aziendali.

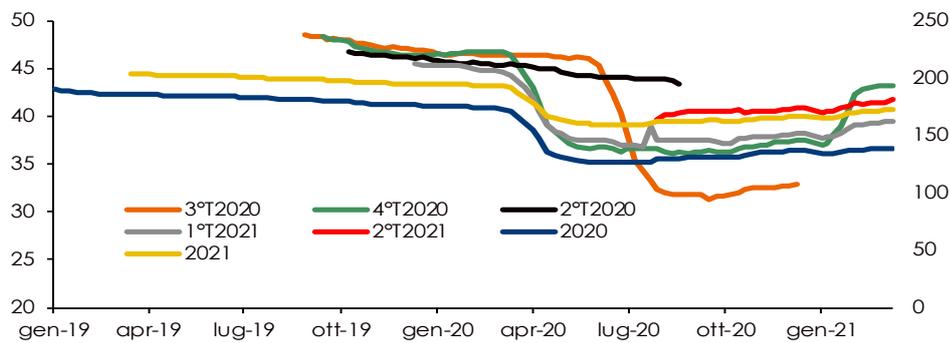
Dopo i massimi del 19 febbraio 2020 anche le borse statunitensi hanno perso inizialmente circa il 40% andando a registrare dei minimi al 23 di marzo 2020, scontando un calo degli utili decisamente importante dovuto alla pandemia. In seguito, i sostegni monetario e fiscale hanno permesso di innescare un vero e proprio rally su un'asset class rischiosa come quella azionaria che ad agosto aveva condotto gli indici a tornare sui massimi di febbraio e successivamente a inanellare un record storico dietro l'altro fino al 2 settembre. Da allora è partito un ritracciamento fisiologico, seguito poi da una fase altalenante che ha riportato a nuovi massimi storici al 9 novembre, a cui sono seguiti numerosi nuovi record fino ad oggi.

Andamento trimestrale delle stime relative a utili e ricavi dell'S&P500 in USA (var. % a/a)

	4° trim. 2020	1° trim. 2021P	2° trim. 2021P	2020	2021P
Utili	5,8	21,5	49,0	-12,4	23,6
ex Finanziari	2,9	15,6	43,2	-10,2	23,3
ex Energia	9,4	23,2	39,8	-8,7	20,4
ex Tecnologici	3,6	20,4	60,2	-16,0	24,3
Ricavi	2,5	6,3	15,4	-2,5	10,1
ex Finanziari	2,8	6,9	17,7	-2,7	11,3
ex Energia	5,4	7,4	12,8	0,3	9,3
ex Tecnologici	1,3	5,3	15,9	-3,2	9,9

Nota: P= previsione. Dati aggiornati al 05.03.2021. Fonte: Bloomberg

Andamento stime di consenso degli EPS del mercato statunitense



Nota: valori in dollari; dati trimestrali riferiti alla scala a sx, mentre i dati annuali sono riferiti alla scala a dx. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'indice dei 500 titoli più capitalizzati negli Stati Uniti

I fondamentali dell'S&P500 indicano multipli elevati con P/E pari a 22,1x, superiori alla media storica 2013-19 pari a 18,3x, anche con riferimento agli utili attesi per il 2022 (19,5x), a fronte di un aumento degli utili stimati dal consenso pari al 24,2% per l'anno in corso e al 15,5% per il 2022, dopo una flessione dell'11,3% per il 2020 (fonte: FactSet).

In tale contesto, ci si è domandati come fosse possibile una performance così elevata per l'S&P500, che già ad agosto superava i livelli pre-pandemia, per poi inanellare una serie di record fino ad oggi seppur in un contesto in cui si tornerà agli utili ante COVID solo a metà 2021. Una delle spiegazioni, oltre al ruolo anticipatorio della borsa, è ricercabile nella composizione dei 500 titoli a maggior capitalizzazione, che negli anni è decisamente cambiata grazie all'aumento dei pesi di alcuni tecnologici facenti parte dell'indice con i 7 big come i FAANG (Facebook Apple, Amazon, Netflix e Google-Alphabet), cui si aggiunge Microsoft, che insieme capitalizzano ora oltre il 25% dell'intero indice. I Tecnologici sono stati quelli maggiormente favoriti dal nuovo contesto sociale dovuto alle restrizioni per arginare la pandemia, destinato comunque a cambiare le abitudini a livello globale anche una volta finita l'emergenza sanitaria.

S&P500 – grafico giornaliero



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

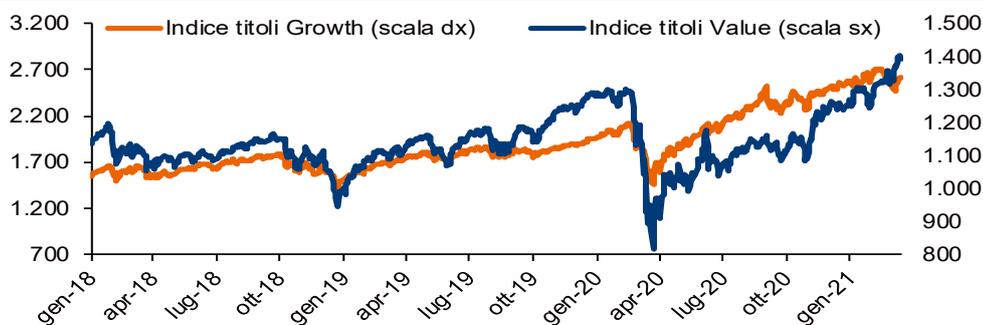
L'indice dei Tecnologici

Il Nasdaq ha guidato i rialzi e dai minimi del 23 marzo 2020 fino alla fine dell'anno scorso ha guadagnato quasi il 90% e ha chiuso il 2020 in rialzo del 44% per poi inanellare una serie di ulteriori record nel primo bimestre 2021, con i titoli che quotano 2-3 volte quanto quotavano lo scorso anno, e con alcuni di essi che hanno più che raddoppiato le quotazioni negli ultimi mesi. Nel dettaglio, i Tecnologici hanno beneficiato maggiormente della pandemia grazie alle prospettive di crescita di tutto il mondo on line, con lo smart working, l'e-commerce, le video-conferenze ecc.

In particolare, il supporto alle prospettive di crescita dei Tecnologici dovute alla pandemia giunge dal cambio dello stile di vita imposto dai lockdown, destinato a dare comunque una svolta al mondo della Tecnologia a livello globale anche post pandemia. Più in dettaglio, si è registrato un aumento della domanda di dispositivi tecnologici e di servizi IT conseguente alle mutate abitudini lavorative imposte dalla pandemia, un maggiore utilizzo dei cloud, grazie al maggior ricorso al lavoro da remoto che risponderà alle necessità dei consumatori di accedere in modo sicuro alle applicazioni aziendali da più dispositivi, oltre a un aumento dell'e-commerce utilizzato dalle società produttrici e dai consumatori. Altro importante supporto è fornito dai semiconduttori, grazie all'elevato incremento di sistemi cloud e di quelli per sostenere lo smart working (stimati in crescita a doppia cifra). A livello di singole aree geografiche, i contributi maggiori sono attesi arrivare dall'Asia-Pacifico e dalle Americhe, mentre le vendite in Europa e Giappone sono inferiori anche se stimate in miglioramento.

In vista di una progressiva risoluzione della pandemia è aumentata la volatilità sul Tecnologico con conseguenti prese di profitto, coerente con una rotazione settoriale verso settori più ciclici, impattati fortemente dall'emergenza sanitaria in precedenza. Infatti, dal record del 16 febbraio 2021, dove il progresso dai minimi di marzo 2020 aveva raggiunto il 105%, l'indice dei Tecnologici ha innescato un movimento di ritracciamento scaturito dall'irripidimento della curva dei tassi governativi che condiziona soprattutto questo comparto, poiché si tratta di titoli ad alta crescita, cosiddetti *growth*, che incorporano principalmente gli utili futuri. Inoltre, l'indice è reduce da una salita talmente ripida che ha raddoppiato mediamente le quotazioni dei titoli e portato i multipli su livelli elevati e superiori alla media storica, incorporando nei prezzi gran parte delle prospettive positive di lungo periodo. Proprio per il fatto che si tratta di titoli *growth* la valutazione si basa in misura maggiore, rispetto ai titoli cosiddetti *value*, sulle aspettative degli utili che verranno dai prossimi esercizi. Pertanto, in un contesto di irripidimento della curva dei tassi, il settore Tecnologico e di conseguenza il Nasdaq soffrono sia in termini di valutazione (poiché l'attualizzazione avviene a un tasso più elevato), sia perché, salendo il *risk free*, i titoli diventano meno appetibili in termini comparativi. Di contro, il Dow Jones, rappresentato principalmente da titoli *value*, conferma forza relativa e ha segnato nuovi record.

Raffronto tra indice settori growth e settori value statunitensi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Pur in tale contesto, i titoli Tecnologici mantengono prospettive di lungo periodo ancora in crescita, sostenute dai semiconduttori, che si confermano il segmento trainante, e da un'economia in rapida ripresa in vista anche di una risoluzione della pandemia. A tal proposito, la campagna vaccinale prosegue velocemente fornendo ulteriore supporto alla salita degli indici, dato che è stato già vaccinato il 30% della popolazione e l'obiettivo di Biden è quello di vaccinarla tutta entro luglio. Ai vaccini statunitensi di Pfizer e Moderna si aggiunge quello di Johnson & Johnson, con un'efficacia soddisfacente in un'unica dose nella prevenzione dei casi moderati e gravi dell'infezione. Inoltre, il mercato resta supportato dagli stimoli fiscali, con il piano da 1.900 mld di dollari di Biden, approvato anche dal Senato dopo il via libera della Camera, proprio per contrastare gli effetti pandemici.

Nonostante il ritracciamento dell'ultimo mese, la ripida salita del Nasdaq ha portato l'indice a quotare oltre 31,4x gli utili 2021, dopo essere arrivato a trattare 47x gli utili 2020, a fronte di stime di utili in calo dello 0,8% per il 2020 e in recupero del 42% nel 2021 e del 20,5% nel 2022. In tale contesto è fondamentale analizzare il PEG (indicatore dato dal rapporto multipli/crescite degli utili), che nell'anno in corso torna su valori più allineati dopo gli eccessi dello scorso anno. In ogni caso per poter giustificare P/E così elevati occorrono crescite decisamente elevate e dopo una salita così ripida gran parte di queste aspettative sono incorporate nei prezzi; pertanto, alle prime disattese, le correzioni potrebbero manifestarsi veloci e importanti.

L'indice degli Industriali

Tra gli indici statunitensi il Dow Jones è stato quello più esposto ai riflessi della pandemia data la composizione industriale; pertanto, durante l'emergenza sanitaria ha sottoperformato gli altri indici USA. Nell'ultimo periodo, però, grazie alle aspettative fornite dai vaccini anti-COVID che favoriscono il recupero degli Industriali come di tutti i ciclici, l'indice ha recuperato forza relativa registrando a sua volta una serie di nuovi record; in tale contesto, ha chiuso il mese di novembre come il migliore dal 1987 e ha continuato a registrare massimi storici, l'ultimo dei quali il 10 marzo 2021, arrivando a sfiorare i 32.400 punti. Allo stato attuale si tratta dell'indice che conferma forza relativa rispetto agli altri statunitensi, essendo rappresentato principalmente da titoli cosiddetti *value*, per il quale il consenso si attende forti recuperi degli utili nei prossimi mesi. Analizzando lo spaccato tra titoli *value* e titoli *growth* si segnala che, secondo le stime di consenso, il 4° trimestre 2020 dovrebbe essere l'ultimo, nell'arco del biennio 2020-21, in cui i titoli *value* vedranno utili in aumento solo del 3%, rispetto al 35,2% dei titoli *growth*. Per i trimestri successivi del 2021 è attesa una accelerazione progressiva degli utili dei titoli *value*, previsti in rialzo del 31,8% nel primo trimestre e addirittura del 93% nel secondo, sfruttando l'effetto comparativo favorevole con il peggior trimestre 2020, colpito in pieno dalla pandemia. La crescita dei due comparti *value* e *growth* tende a riallinearsi solo nel 4° trimestre dell'anno in corso.

Sui fondamentali il Dow Jones mantiene P/E 2021 pari a 20,5x, superiori alla media storica di 17,2x, ma moderatamente inferiori a quelli dell'S&P500; sul fronte degli utili, il consenso indica un aumento degli utili pari al 32% per l'anno in corso e del 14,7% per il 2022, dopo un calo del 16,6% atteso per il 2020.

Ruolo anticipatorio della borsa, i fattori rilevanti e confronto USA-Europa

A supporto della tesi di **una borsa che anticipa sempre gli eventi**, la serie di record di Wall Street iniziata ad agosto 2020 e proseguita anche all'inizio del 2021 è stata alimentata dalle prospettive di una risoluzione in tempi brevi della pandemia, avvalorate poi dalla svolta nell'individuazione dei vaccini a novembre 2020. In termini di performance novembre è stato infatti il miglior mese da parecchi anni per molti indici, nonostante si capisse in quel momento che la tempistica per una vaccinazione di massa sarebbe stata di diversi mesi. Nonostante ad oggi i numeri della pandemia negli USA indichino 29 milioni di contagi e oltre 530 mila decessi, i *lockdown* sono sempre stati molto più blandi rispetto a quelli del Vecchio Continente, garantendo comunque le attività produttive e non impattando particolarmente sui servizi; pertanto, in tale contesto, i cali

degli utili negli USA sono stati più contenuti nel 2020 e le prospettive di crescita restano più elevate rispetto a quelle europee, anche se attualmente gran parte di queste sono incorporate nei prezzi.

L'andamento dei listini e conseguentemente delle valutazioni è comunque soggetto a molti **altri fattori differenti dai fondamentali**. Oltre all'andamento dell'economia del paese di appartenenza e alle politiche monetarie e fiscali attuate, in questa fase risultano cruciali temi specifici come ad esempio la campagna vaccinale. Inoltre, eventuali tensioni e/o distensioni geopolitiche e commerciali possono avere un ruolo decisivo, così come ogni altro tema che condiziona il mercato, comprese le ripide salite/discese o i picchi raggiunti dalle quotazioni. Tali fattori possono essere sintetizzati con l'espressione "momentum di mercato", a cui si aggiungono altri temi specifici come ad esempio le operazioni di M&A, che portano a un re-rating dei multipli, o l'andamento dei tassi, che influisce sulle valutazioni e aumenta o riduce il vantaggio comparato dell'azionario rispetto alle altre asset class.

Nel corso degli anni **Wall Street ha di norma sovraperformato gli indici europei** in seguito a una crescita dell'economia statunitense più robusta. Il fenomeno si è accentuato nell'anno della pandemia per le considerazioni sopra citate. Il maggior tasso di crescita dell'economia ha giustificato in modo ricorrente i multipli più elevati di Wall Street rispetto a quelli degli indici europei e ne ha aumentato ulteriormente il divario nell'anno pandemico. Ad ogni modo, gli indici europei restano fortemente correlati a quelli di Wall Street con un indicatore di correlazione fra S&P500 ed Euro Stoxx pari allo 0,82.

Infine, si evidenzia che, a differenza dell'analisi tecnica, che più rapidamente fornisce indicazioni prospettiche sul mercato nel futuro prossimo, l'analisi fondamentale è decisamente più lenta nell'adeguarsi ai cambiamenti e agli shock di mercato, necessitando della revisione da parte degli analisti delle stime degli utili e di conseguenza dei multipli. Va inoltre segnalato che rispetto agli indici europei le modalità di allineamento delle stime di consenso negli Stati Uniti sono più puntuali anche perché la comunicazione dei risultati trimestrali è molto rigorosa nei termini ed è più precisa; pertanto, il ritardo accusato in modo accentuato dalle stime di consenso su multipli e crescite degli indici europei in questo caso è meno rilevante.

Conclusioni

La pandemia ha avuto effetti senza precedenti sui prezzi e sulle valutazioni degli indici azionari. L'iniziale crollo delle quotazioni ha paradossalmente migliorato nell'immediato le valutazioni definite di P/E (rapporto tra prezzi e utili attesi) a causa del ritardo con il quale si materializzano le revisioni degli utili. Anche le diverse performance settoriali e geografiche hanno influenzato le valutazioni, attraverso una preferenza da parte degli investitori per gli Stati Uniti e per i settori tecnologici. Tale differenziazione è stata in parte anche il risultato di fondamentali diversi e più favorevoli per i settori e le aree geografiche premiate. Tuttavia, condizioni di liquidità senza precedenti hanno contribuito a rendere l'investimento azionario l'unica alternativa anche a fronte di valutazioni a volte eccessive. Condizione cruciale per la persistenza di tale fenomeno è il mantenimento di un contesto finanziario accomodante.

L'evoluzione nella composizione degli indici – il caso italiano

La risalita dei listini azionari dai minimi di marzo 2020, dopo il crollo derivante dalla diffusione dell'epidemia da COVID-19, è stata certamente favorita dagli stimoli monetari e fiscali senza precedenti varati in tutto il mondo. Le differenti performance nei principali paesi sono in parte giustificate dalla diversa composizione settoriale degli indici azionari. Il turismo o i trasporti sono stati fortemente penalizzati mentre altri comparti, come la tecnologia o la sanità, ne sono usciti rafforzati.

Ester Brizzolara

Gli indici di borsa cosa sono e cosa misurano

Quando si parla di indici di Borsa, si fa riferimento a panieri di azioni composti da quantità variabili di titoli azionari. Si va da indici che contengono centinaia di titoli ad altri che ne contano poche decine. Ci sono inoltre indici che raccolgono titoli di un settore specifico e altri generalisti. L'andamento giornaliero di un indice è la sintesi dell'andamento dei titoli inclusi nel paniere calcolata come media ponderata dei titoli che ne fanno parte, in cui i titoli a maggiore capitalizzazione hanno anche un peso superiore.

Di seguito un breve cenno dei principali indici menzionati nei paragrafi successivi

Gli indici di borsa in Italia

L'indice che comprende il maggiore numero di titoli è il FTSE Italia All-Share, che dal 2009 ha sostituito il Mibtel, mentre il FTSE MIB ne comprende solo 40 ed è l'indice di riferimento per il mercato azionario italiano. Quest'ultimo rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato ed è composto da azioni di società di primaria dimensione e liquidità. La revisione dei titoli che lo compongono avviene con cadenza trimestrale. Infine, il FTSE Star, nato nel 2001 per valorizzare le PMI (Piccole e Medie Imprese) con caratteristiche di eccellenza e per aumentare la loro visibilità verso gli investitori, prevede per i suoi componenti requisiti stringenti in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance.

Borse europee

In Europa, i principali indici di Borsa sono: il DAX per la Germania, che attualmente è costituito da 40 titoli a maggiore capitalizzazione quotati alla borsa di Francoforte (fino a dicembre 2020 i titoli erano 30); il CAC40 per la Francia, che comprende i 40 titoli quotati a maggiore capitalizzazione; l'IBEX35 per la Spagna, che misura la performance dei primi 35 titoli azionari e il FTSE-100 per il Regno Unito, costituito dalle 100 principali società quotate al London Stock Exchange.

Gli indici di borsa negli Stati Uniti

Passando agli Stati Uniti, alla Borsa di New York (New York Stock Exchange, NYSE) i più noti indici azionari sono: il Dow Jones, il NASDAQ e l'S&P 500.

Il Dow Jones comprende i 30 titoli azionari principali quotati sul mercato statunitense. Viene definito come indice di tipo *price weighted*, ovvero il fattore di ponderazione è dato dal prezzo dei titoli che compongono l'indice. Non è legato ad alcun settore specifico, ma include titoli appartenenti sia a settori tradizionali sia alla new economy. Le modifiche nella composizione dell'indice sono rare.

Il NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) è l'indice dei principali titoli tecnologici della Borsa americana, primo esempio di indice azionario del tutto elettronico. È un indice ponderato sulla capitalizzazione di mercato, non comprende società finanziarie e include alcune società estere.

L'S&P 500 (Standard&Poor's 500) è il più importante indice azionario nordamericano; include le azioni delle principali 500 grandi aziende contrattate al New York Stock Exchange (NYSE), all'American Stock Exchange (AMEX) e al NASDAQ, selezionate da un apposito comitato. Le aziende hanno un peso direttamente proporzionale al valore di mercato con determinati requisiti di flottante, volumi, economico-finanziari, ecc.

Indici azionari mondiali

Infine, il MSCI World Index riassume l'andamento delle principali borse mondiali. Nel suo paniere sono rappresentati 1603 titoli quotati in 23 paesi diversi. Di questi, in realtà, nessuno è un paese emergente, mentre a livello settoriale risulta molto diversificato.

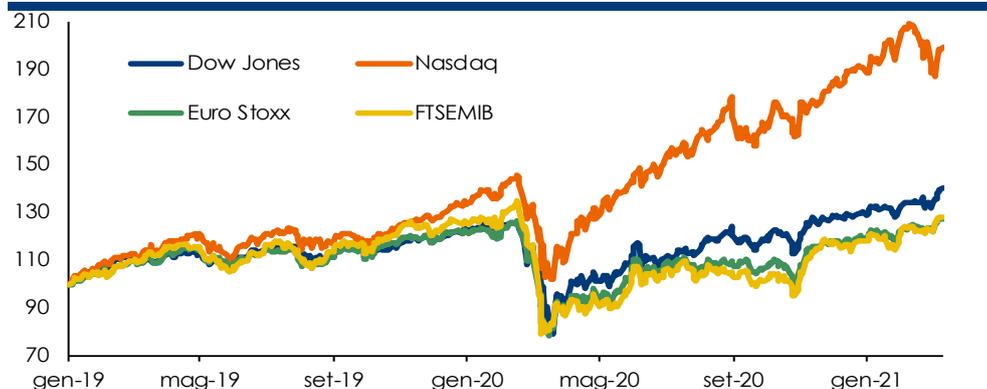
Composizione settoriale degli indici azionari: gli effetti della pandemia

La crisi pandemica ha messo a dura prova la tenuta dell'economia mondiale; tuttavia la forte volatilità non ha impedito di riguadagnare e superare i livelli ante pandemia, ossia inizio febbraio 2020, raggiunti dal mercato azionario globale, quale misurato dal MSCI World Index. Il recupero è stato molto più rapido di quanto non sia accaduto in occasione della crisi finanziaria del 2008-2009.

La risalita dei listini azionari dai minimi è stata certamente favorita dagli stimoli monetari e fiscali senza precedenti varati in tutto il mondo, ma i diversi tempi di reazione sono in parte giustificati dalla differente composizione settoriale degli indici azionari. Il turismo o i trasporti sono stati fortemente penalizzati mentre altri comparti, come la tecnologia o la sanità, ne sono usciti rafforzati. Il fatto che il peso di questi ultimi sia preponderante sui listini azionari statunitensi ha finito inevitabilmente col polarizzare un quadro generale già estremamente diviso. Uno scenario in cui i settori più esposti alle misure di distanziamento sociale o comunque più vulnerabili alla recessione sono stati colpiti dalle vendite, mentre altri legati alla cosiddetta stay-at-home-economy ne hanno tratto ampio vantaggio.

Il risultato di questo riassetto post pandemico è che attualmente cinque sole società statunitensi appartenenti allo stesso settore (Alphabet, Apple, Amazon, Microsoft e Facebook) costituiscono circa un quarto dell'intero indice S&P 500, influenzandone significativamente la direzione. Questa concentrazione era sconosciuta nella storia di Borsa. Benché in passato ci siano state situazioni simili, si è sempre trattato di aziende appartenenti a settori differenti tra loro. Il grafico seguente mostra l'andamento dei principali indici statunitensi a confronto con il benchmark europeo. Da inizio 2020 infatti c'è un netto divario tra il guadagno degli indici statunitensi e il mancato recupero di quelli europei. Il Nasdaq trainato dai Tecnologici addirittura ha chiuso l'anno con un +43%. Le società americane hanno peraltro tratto vantaggio anche dalla svalutazione del dollaro che le ha rese maggiormente competitive sui mercati internazionali.

Performance relativa indici azionari



Fonte: Bloomberg

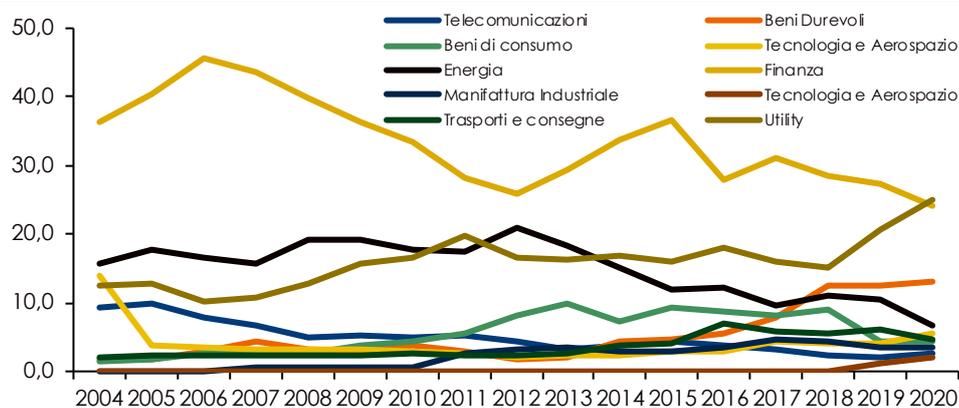
La crisi innescata dal coronavirus ha dunque favorito l'investimento nelle società a maggiore digitalizzazione. Il comparto Tecnologico, tuttavia, non ha avuto lo stesso successo in Europa rispetto all'omologo americano. E' interessante notare infatti la forte differenza della performance tra gli stessi settori in Europa e negli Stati Uniti; tale divergente performance dipende in gran parte dall'impatto della differente composizione degli indici settoriali e dalla distorsione causata negli Stati Uniti dalle cosiddette FAANG (Facebook, Apple, Netflix e Google-Alphabet). Per esempio, il comparto dei beni di consumo discrezionali negli Stati Uniti presenta una significativa esposizione ad Amazon (che ha guadagnato il 75% nel 2020), mentre il corrispondente settore europeo è fortemente esposto ai beni di lusso e alle auto. Il comparto Communication Services è un altro esempio: quello statunitense è dominato dal Alphabet e Facebook, mentre quello europeo è molto più esposto ai fornitori di servizi di telecomunicazioni. Per contro, la performance relativa si inverte nel settore delle Utility, che vede l'Europa in testa grazie ai rapidi progressi nella transizione energetica.

Il caso Italiano

E' evidente come nella borsa italiana manchino i titoli tecnologici che hanno riportato il Nasdaq su nuovi massimi storici. Non che manchino in Italia realtà attive nel campo della tecnologia (ad esempio STMicroelectronics e Nexi) o nella farmaceutica (ad esempio Diasorin e Recordati), ma il loro peso sull'indice è largamente inferiore a quello di Banche, Energia e Utility.

Questa è una caratteristica che da sempre denota il mercato domestico (si veda grafico sotto riportato) con il peso del comparto Finanziario che è attualmente al 31%, l'Energetico il 7% e le Utility il 22% circa. E' evidente la diminuzione del peso sull'indice FTSE MIB dei titoli bancari, che quindici anni fa rappresentavano circa il 25% per poi raggiungere l'apice del 34% negli anni 2006-2007, fino all'attuale 20%. Discorso simile per l'Energia, dove l'incidenza è passata in 15 anni dal 16% al 7%. Per contro, le Utility hanno aumentato il loro peso e sono passate nello stesso periodo dal 10% al 24%. Analoga dinamica anche per il peso del settore dei beni durevoli.

Andamento peso settoriale del FTSE MIB negli ultimi 15 anni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FactSet

Un aspetto importante: i dividendi

Un aspetto importante che caratterizza il listino italiano è l'elevato rendimento dei dividendi garantito dal maggiore peso dei titoli cosiddetti *value* rispetto ai *growth*; termini con i quali si indicano due tipologie di titoli e cioè quelli che hanno un potenziale elevato di crescita (*growth*) e quindi un rapporto prezzo su utili (*price/earnings ratio*) più alto e quelli che, al contrario, hanno minori prospettive di crescita ma un maggiore valore intrinseco (*value*), in quanto appartenenti a settori più maturi e dunque caratterizzati da un P/E più basso. I primi sono generalmente più volatili e maggiormente soggetti a variazioni di prezzo consistenti, anche in un arco temporale

assai ridotto. I secondi, invece, vantano una maggiore stabilità di prezzo nel tempo e maggiori dividendi.

Rendimento dividendi

	Dividend Yield %				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FTSE MIB	4,2	4,48	2,38	3,57	4,31
FTSE All Share	4,06	4,34	2,41	3,5	4,19
FTSE Mid Cap	3,12	3,35	2,07	2,65	3,04
FTSE Star	2,51	2,49	1,41	1,8	1,83
Euro Stoxx	3,49	3,52	2,24	2,74	3,1
Dow Jones	2,19	2,52	1,89	1,97	2,11
Nasdaq	1,15	1,09	0,68	0,72	0,77

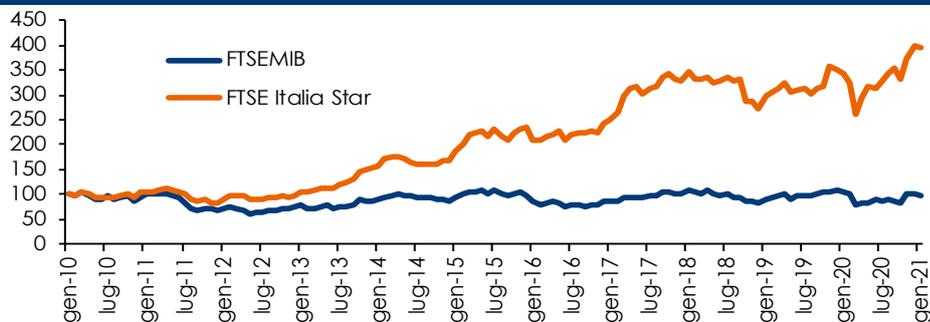
Fonte: FactSet

Il supporto dei dividendi nel 2020 è venuto meno in quanto Banche e Assicurazioni, su indicazioni dell'Autorità europea, ne hanno sospeso l'erogazione. Nel 2021 sono stati introdotti alcuni vincoli al pagamento delle cedole validi fino al mese di settembre. La rimozione di questi ultimi dovrebbe consentire il ritorno al rendimento cedolare medio elevato del listino italiano e consentire così di riacquisire un vantaggio competitivo sia rispetto alle altre Borse, sia nei confronti di un BTP decennale che ormai rende meno dell'1% (minimo storico 0,48 punti).

Un distinguo per il FTSE Italia Star Index

Negli ultimi dieci anni l'indice FTSE Star, rappresentativo delle società a media capitalizzazione e con alti requisiti, ha sovraperformato ampiamente l'indice principale restituendo un valore più che triplo a chi ha puntato su di esso.

Performance relativa FTSE MIB – FTSE Star Italia

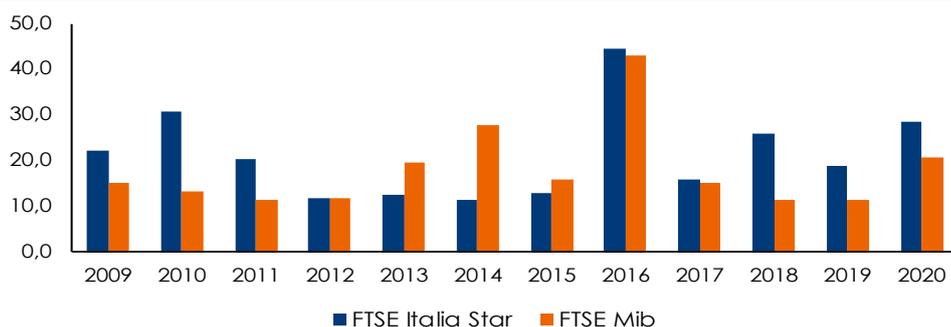


Fonte: Bloomberg

Quali sono le principali differenze fra lo Star Index e il FTSE MIB? Al di là delle dimensioni delle società, la principale diversità tra i due indici risiede nella composizione settoriale, elemento che spiega anche una parte significativa della differenza di performance. L'indice FTSE MIB si caratterizza per un peso rilevante dei Finanziari e delle Utility (insieme rappresentano più del 50% dell'indice), mentre questi due settori hanno un peso contenuto nel FTSE Italia Star. Per contro, il FTSE Italia Star presenta un elevato peso dei settori Industriale, Farmaceutico e Tecnologico (complessivamente circa il 67% dell'indice), che invece hanno una limitata incidenza sul paniere del FTSE MIB. L'indice Star è quindi esposto a settori a maggior crescita e meno sensibile alle variabili che hanno fortemente impattato la performance dei titoli finanziari negli ultimi anni. Inoltre, le società presenti nell'indice FTSE Italia Star devono rispettare caratteristiche ed impegni piuttosto vincolanti, in particolare requisiti di trasparenza, liquidità del titolo e corporate governance.

Nel corso dell'anno 2020 il contributo maggiore alla crescita è giunto da titoli farmaceutici, tecnologici ed industriali. Lo stile *growth*, e in particolare i settori Farmaceutico e Tecnologico, hanno dimostrato di essere maggiormente resilienti durante la fase di crollo del mercato azionario, che ha caratterizzato il primo trimestre dell'anno, e sono stati anche i settori che hanno partecipato con maggiore vigore alla fase di recupero nei trimestri successivi. Infatti, il settore Farmaceutico beneficia degli ingenti investimenti pubblici per fronteggiare l'emergenza della pandemia per lo sviluppo e l'ammodernamento del sistema sanitario, e quello Tecnologico beneficia di un trend inarrestabile che guiderà i consumi nel prossimo futuro.

Andamento P/E storici indici FTSE MIB e FTSE Italia Star



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FactSet

La diversa composizione settoriale degli indici FTSE MIB e FTSE Italian Star trova riscontro in valutazione dei P/E storicamente più elevati per quest'ultimo, spiegati, come già anticipato, dalla maggiore incidenza di titoli votati alla crescita. Ci sono tuttavia altri fattori endogeni che contribuiscono alla diversa valutazione nel tempo e che sono legati a cambiamenti strutturali, (innovazione tecnologica, transazione energetica), congiunturali (crisi economico-finanziaria), normativi (applicazioni di nuove regolamentazioni di settore) che talvolta rendono poco significativi i confronti con la media storica dei P/E per determinarne la sotto o sopravvalutazione. Ciò che si osserva inoltre è che negli ultimi dieci anni l'azionario italiano ha evidenziato un andamento dei multipli piuttosto volatile dove il P/E mostra un'espansione costante solo per alcuni settori, Utility e Farmaceutico, mentre il Finanziario mostra multipli in leggera contrazione seppur molto altalenanti nel tempo.

FTSE ALL SHARE suddivisione settoriale P/E

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tecnologico	NS	17,8	20,8	NS	NS	45	30,9	44,1	25,2	12,4	23,4	35,2
Telecomunicazioni	9,7	8,8	6,7	4,4	9,3	15,3	19	12,5	11,6	10	11,3	13,4
Finanziari	17,7	17,1	16,5	15,8	29,5	NS	12,2	NS	15,7	10,2	9,1	15,1
Industriali	12,2	13,7	31,5	13,7	17,4	20,9	20,4	19,4	20,5	14,6	13,1	44,7
Utility	9,8	10,7	8,6	8,9	12,8	13,6	12,9	13,6	13,6	13,6	16,2	16,7
Oil & Gas	12,3	10,7	10,4	9,2	17,4	16,8	NS	NS	19,5	12,9	13,3	NS
Beni di consumo	NS	19,7	9,5	16,7	23,3	23,8	15,1	14,5	14,5	10,3	11,2	25,8
Beni di servizio	21,5	16,1	13,7	37,9	NS	63,8	70,8	56,8	33	19,3	16,8	NS
Materie Prime	22	23,2	16,6	14,3	15,9	11,7	28,9	NS	38	18	14	30,4
Farmaceutico	17,2	19,4	12,9	19,9	23,2	23,9	27,4	30,5	26,3	26,3	29,3	39,6

Nota: NS = Non Significativo. Fonte: FactSet

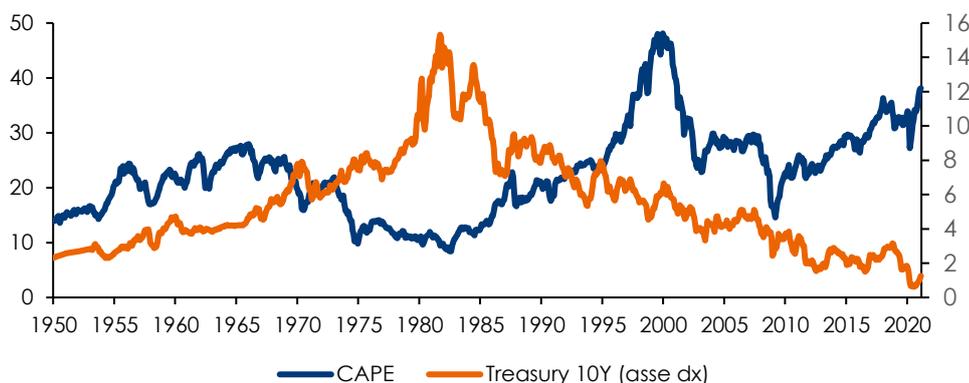
Un modello di riferimento con i tassi d'interesse

Il CAPE è uno dei principali strumenti utilizzati nell'analisi di valutazione dei mercati azionari. Nel presente capitolo utilizziamo un modello a due stadi che permette di stimare il CAPE alla luce di una serie di fattori e variabili congiunturali e di mercato, al fine di prevedere i rendimenti azionari statunitensi nei prossimi 10 anni, valutandone anche l'attrattiva relativa rispetto alle obbligazioni. I risultati evidenziano come i rendimenti azionari previsti nel prossimo decennio dovrebbero mediamente aggirarsi su livelli positivi e ancora molto attraenti rispetto ad investimenti alternativi.

Andrea Volpi

Secondo un recente studio¹¹, la ridotta efficacia del CAPE come strumento previsivo dei rendimenti azionari a partire dalla seconda metà degli anni '80 non è necessariamente imputabile alla limitata capacità del CAPE nel cogliere momenti di sopravvalutazione del mercato, o alla tipologia di dati utilizzati nel calcolo degli utili, ma all'ipotesi di ritorno al valore medio a prescindere dal contesto macroeconomico di riferimento. **La media di riferimento intorno alla quale il CAPE dovrebbe aggirarsi in assenza di situazioni di sopravvalutazione o di sottovalutazione non sarebbe quindi stabile nel tempo ma variabile a seconda della fase congiunturale e delle condizioni monetarie.** Nel caso dello studio citato, tale variabilità sarebbe legata ai tassi reali dei titoli governativi e a indicatori di volatilità finanziaria. In sostanza, l'ipotesi di rientro verso la media non viene rimossa ma semplicemente condizionata ai tassi d'interesse. Secondo la nuova metodologia, a parità di condizioni, bassi tassi d'interesse reali implicano rendimenti reali degli utili inferiori, che portano, di conseguenza, valori di *fair value* del CAPE più elevati rispetto alla media storica, non necessariamente collegati a un contesto di sopravvalutazione.

CAPE e tasso del Treasury decennale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>

L'approccio proposto è a due stadi dove nel primo passaggio viene stimato il reciproco del CAPE (cioè il rendimento degli utili) attraverso un modello VAR. Successivamente, tale indicatore viene utilizzato nel secondo stadio per calcolare i rendimenti azionari futuri.

Nel primo step viene utilizzata la seguente equazione:

$$X_t = \alpha + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_{t-2} + \dots + \beta_{12} X_{t-12} + \varepsilon_t$$

¹¹ Davis, J., Aliaga-Díaz, R., Ahluwalia, H., & Tolani, R. "Improving US stock return forecasts: A 'fair-value' CAPE approach". The Journal of Portfolio Management, 44(3), 43-55; 2018.

Dove X_t è un vettore di variabili a frequenza mensile che includono il reciproco del CAPE per l'indice azionario statunitense, il rendimento reale dei Treasury decennali, l'inflazione e due misure di volatilità rispettivamente azionaria e obbligazionaria¹².

Una volta stimato il CAPE e il suo reciproco, il rendimento azionario atteso annualizzato a dieci anni può essere calcolato con due diverse modalità. Nel primo caso (da noi utilizzato perché rappresenta l'approccio previsivo che permette di utilizzare il minor numero di assunzioni per il futuro) si utilizza la procedura standard dove il CAPE stimato viene utilizzato come variabile esplicativa in una regressione lineare:

$$r_{t+1} = \alpha + \beta CAPE_t + \varepsilon_t$$

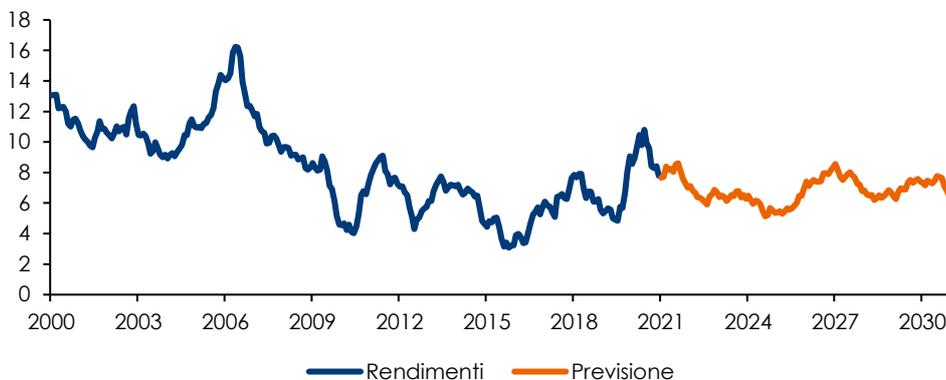
Alternativamente, ed è il caso dello studio citato, il reciproco del CAPE viene utilizzato per calcolare il rendimento azionario atteso come somma delle parti:

$$r_{t+1} \equiv \% \Delta CAPE_{t+1}^{-1} + \% \Delta E_{t+1} + DY_{t+1}$$

Dove $CAPE_{t+1}^{-1}$ è ottenuto nel passaggio precedente; $\% \Delta E_{t+1}$, cioè la crescita degli utili, si assume costante e pari alla media di lungo periodo; infine DY_{t+1} è il dividend yield atteso.

Replicando il modello con dati aggiornati a gennaio 2020, che tengono conto anche dei dividendi pagati, è possibile stimare un rendimento medio intorno al 6% annualizzato nei prossimi 10 anni, sostanzialmente in linea con la media del decennio precedente.

Rendimento azionario atteso annualizzato a dieci anni stimato con la procedura standard



Fonte: Intesa Sanpaolo

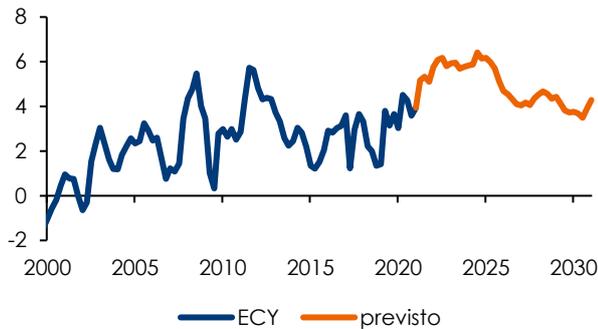
Il modello evidenzia quindi come **livelli elevati del CAPE rispetto alla media storica delle valutazioni non implicano necessariamente rendimenti futuri ridotti** ma, se si tiene conto di variabili di natura finanziaria come il rendimento reale dei Treasury e indicatori di volatilità, a meno di shock inattesi, i rendimenti futuri restano in linea con la media degli ultimi anni.

Ad un risultato analogo si giunge considerando l'indicatore recentemente proposto da Robert J. Shiller e descritto nel capitolo relativo agli indicatori di valutazione. L'Excess CAPE Yield (ECY) è uno strumento semplice ed intuitivo che permette di valutare il rendimento relativo delle azioni. Nel contesto corrente di tassi d'interesse, nominali e reali, su livelli storicamente ridotti anche un

¹² La scelta delle variabili si basa su studi precedenti come Asness (2003)

rendimento assoluto contenuto è comunque interessante e rende l'investimento azionario decisamente più attraente rispetto a quello in obbligazioni.

Excess CAPE Yield



Fonte: Intesa Sanpaolo

Differenza tra il rendimento previsto e il tasso sul Treasury decennale



Fonte: Intesa Sanpaolo

Per quantificare la convenienza relativa di un investimento azionario in prospettiva utilizziamo due misure: la prima è l'ECY proposto da Shiller, calcolato come la differenza tra il reciproco del CAPE stimato secondo la procedura sopra riportata e il tasso reale sul Treasury decennale; nella seconda misura invece utilizziamo la differenza tra i rendimenti azionari (effettivi e per il futuro quelli previsti secondo la metodologia sopra riportata) e lo stesso tasso reale sul Treasury decennale. Per il sentiero futuro dei tassi e dell'inflazione utilizziamo le più recenti proiezioni, aggiornate a febbraio, del CBO (Congressional Budget Office). Secondo le proiezioni del CBO il tasso reale sul Treasury decennale dovrebbe rimanere negativo ancora a lungo per tornare in territorio positivo solo nel lustro finale dell'orizzonte previsionale. Dai grafici è quindi possibile vedere come in entrambi i casi **l'investimento azionario dovrebbe comunque risultare attraente** con un ECY che dovrebbe aggirarsi intorno al 5% medio nei prossimi 10 anni.

Naturalmente l'aspetto cruciale sta nella dinamica dei tassi d'interesse. Una loro eventuale forte risalita è in grado di modificare le valutazioni relative tra azionario e obbligazionario e dunque peggiorare l'attrattiva delle azioni, come peraltro è accaduto recentemente soprattutto in riferimento al settore Tecnologico, la cui sensibilità ai tassi d'interesse è relativamente maggiore.

Considerazioni conclusive

I mercati azionari vengono da circa 10 anni di rialzi, se si eccettuano alcuni brevi periodi di correzione. Anche lo scoppio della pandemia si è tradotto in una discesa dei corsi azionari molto breve e intensa a cui è seguito un recupero in alcuni casi parziale, mentre in altri è stata riassorbita l'intera caduta precedente.

Paolo Guida

Già prima della pandemia erano sorti dubbi sulle valutazioni dei mercati azionari, poiché gli indicatori generalmente utilizzati (come il rapporto tra prezzi e utili, nelle sue diverse forme) indicavano un livello non in linea con gli anni precedenti o con la media storica, segnalando una netta sopravvalutazione soprattutto per gli indici "tecnologici".

La pandemia ha generato un'estrema volatilità nei prezzi e negli utili delle società; ha provocato inoltre un'accelerazione dei cambiamenti strutturali nelle principali economie e, conseguentemente, nella composizione degli indici azionari. Prescindendo da tale volatilità, **la presunta sopravvalutazione sarebbe sostanzialmente confermata** da prezzi azionari che hanno rapidamente recuperato e da utili che, più gradualmente, hanno visto un miglioramento dopo il crollo della prima metà del 2020.

Tuttavia, **un'analisi più approfondita del contesto economico-finanziario e l'utilizzo di indicatori più adatti al periodo storico attuale evidenziano che, mediamente, le valutazioni dei mercati azionari sono più giustificate di quanto appaia considerando i tradizionali strumenti di valutazione come il price earnings.**

Infatti, tenendo conto del livello dei tassi d'interesse (*Excess CAPE Yield*) e anche di indicatori di volatilità (*Fair Value CAPE*), la sopravvalutazione dei mercati azionari viene meno o si riduce significativamente, come nel caso specifico del settore Infotech. **Risulta infatti decisivo il ruolo del livello contenuto dei tassi d'interesse, che rende relativamente più attraente l'investimento azionario.**

In tale ottica, risulterà fondamentale la dinamica dei tassi di mercato in prospettiva. Come già visto in alcune occasioni da dicembre 2020, una risalita dei tassi di mercato genera una correzione soprattutto dei settori "a maggior contenuto prospettico" (titoli *growth*) e dunque più sensibili al processo di attualizzazione degli utili. Meno significativo l'impatto sui settori più maturi (titoli *value*) che si avvantaggiano delle prospettive di ripresa economica.

La nostra idea è che l'entità dell'aumento dei tassi d'interesse sarà limitata da condizioni e prospettive d'inflazione ancora favorevoli, grazie a persistenti effetti calmieranti strutturali: sovracapacità produttiva, acquisti online, scarsa sindacalizzazione a livello globale, ripresa della globalizzazione, credibilità delle Banche centrali, transizione energetica.

Ne deriva un quadro mediamente ancora favorevole per i mercati azionari, come confermano le applicazioni concrete dei modelli sopra citati (*Excess CAPE Yield* e *Fair Value CAPE*) al caso dell'S&P500, la cui composizione riflette una significativa quota del settore Tecnologico, destinato ad assumere una quota crescente nell'economia e, conseguentemente, negli indici azionari.

Bibliografia

Asness, Clifford S. "'Fight the Fed Model.'" *Journal of Portfolio Management*, vol. 30, no. 1: 11–24"; 2003.

Bunn, Oliver e Robert Shiller; "Changing Times, Changing Values: A Historical Analysis of Sectors within the US Stock Market 1872-2013". Cowles Foundation Discussion Paper No. 1950; 2014.

Campbell, John e Robert Shiller; "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook". *Journal of Portfolio Management*, Vol. 24, No. 2, pp. 11-26; 1998.

Campbell, John e Robert Shiller; "Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends", *The Journal of Finance* VOL. XLIII, NO. 3; 1988.

Davis, J., Aliaga-Díaz, R., Ahluwalia, H., & Tolani, R. "Improving US stock return forecasts: A 'fair-value' CAPE approach". *The Journal of Portfolio Management*, 44(3), 43-55; 2018.

Graham, B. e David Dodd; "Security Analysis"; McGraw Hill; 1934.

Greenspan, A. "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society", 1996-12-05. <https://www.aei.org/research-products/speech/the-challenge-of-central-banking-in-a-democratic-society/>

ITECA, "La bolla dei tulipani: storia della bolla speculativa olandese del XVII secolo"; <https://iteca.nl/la-bolla-dei-tulipani-storia-della-bolla-speculativa-olandese-del-xvii-secolo/>

Lunghini G. e F. Ranchetti "Teorie del valore"; 1998; http://www.criticamente.com/economia/economia_politica/Lunghini_Giorgio_-_Valore_teorie_del_valore.htm#_edn1

Shiller Robert J., Campbell Y. John; "Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. XLIII n. 3; 1988. https://scholar.harvard.edu/files/campbell/files/campbellshiller_jf1988.pdf

Shiller Robert J., Campbell Y. John; "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook". *Journal of Portfolio Management*, Vol. 24, No. 2, 1998. <http://www.econ.yale.edu/~shiller/online/jpmalt.pdf>

Shiller Robert J., Laurence Black, Farouk Jivraj; "Making Sense of Sky High Stock Prices"; Project Syndicate; 30 novembre 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/making-sense-of-soaring-stock-prices-by-robert-j-shiller-et-al-2020-11>

Shiller Robert J.; "Narrative Economics"; gennaio 2017; NBER WORKING PAPER SERIES; <https://www.nber.org/papers/w23075>

Shiller Robert J., database: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Siegel, Jeremy; "Stocks for the Long Run"; McGraw-Hill; 2014.

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 10.02.2021.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.intesasanpaolo.prodottiequotazioni.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/person-e-famiglie/mercati.html>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o

altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né l'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Quattro degli analisti citati nel documento è/sono socio/i AIAF (Paolo Guida, Ester Brizzolara, Laura Carozza, Piero Toia).
4. L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente raccomandazione non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Note metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Risso
Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi