

La riscossa dei titoli value può durare a lungo

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

Esistono significative differenze nelle valutazioni espresse dai mercati sulle azioni: un parametro che consente di evidenziarne alcune interessanti è il rapporto prezzo-utile (p/e). Se osserviamo i primi 100 titoli per capitalizzazione dell'indice S&P 500 si vede che tale parametro, calcolato utilizzando la media degli utili per azione del 2019 e 2020, oscilla in un intervallo tra 9 e 500. Sarebbe improprio attribuire questa grande variabilità solo al volubile comportamento del mercato, poiché queste differenze sono giustificate anche dalle diverse prospettive reddituali delle società. Raggruppando tali 100 titoli per classi caratterizzate da un p/e simile si osserva che a multipli più elevati mediamente corrispondono attese di maggior crescita degli utili. Infatti, se si osservano gli istogrammi della tabella 1, rappresentativi del valore medio delle attese di crescita degli utili dei titoli appartenenti a ciascuna classe, si nota una struttura crescente. Questo schema consente di fare una distinzione tra titoli caratterizzati da basso p/e e contenute aspettative di crescita degli utili, detti value, e quelli caratterizzati da elevato p/e ed elevate attese di crescita degli utili, detti growth.

Contrariamente a quanto talvolta erroneamente affermato, la distinzione fra titoli value e growth è trasversale ai settori merceologici. Certamente esistono settori in cui prevalgono i growth (ad esempio certi comparti tecnologici) e altri in cui abbondano i value (come le banche), ma in quasi tutti i comparti si incontrano entrambe le tipologie. Dall'analisi di lungo periodo dell'indice azionario mondiale emerge che i titoli value hanno sovraperformato i growth: l'indice Msci Value Total Return in valuta locale dal dicembre 1974 a oggi si è infatti moltiplicato per oltre 130, mentre l'omologo indice growth si è fermato a 85. Costatazioni simili si riscontrano in molti mercati nazionali, con l'eccezione di quello Usa, nel quale l'indice growth ha sovraperformato il value. Queste osservazioni potrebbero indurre a ritenere un basso p/e un segnale di sottovalutazione, che trova riscontro nella sovraperformance di lungo periodo. A questa spiegazione si

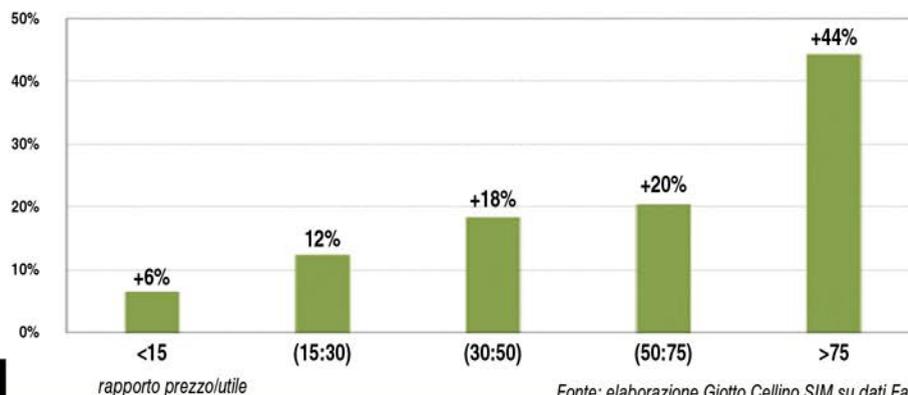
potrebbe obiettare che un basso p/e sia piuttosto un indicatore di maggior rischio, cui dovrebbe corrispondere nel lungo termine un maggior rendimento.

Vi sono poi altre osservazioni interessanti che riguardano la relazione fra titoli value e growth. Si osservi il grafico 3, nel quale gli istogrammi grigi indicano anni in cui hanno sovraperformato i titoli growth e quelli gialli gli anni in cui hanno prevalso i value: in tutti i casi l'altezza dell'istogramma misura la sovraperformance della tipologia di fattore che nell'anno è risultata miglio-

tecnologici (che come detto sono prevalentemente growth); la seconda fase, caratterizzata dalla sovraperformance del fattore value, conclusa nel 2006 e frenata nel corso del 2007 dallo scandalo dei mutui subprime, dal fallimento di Lehman Brothers e dal crollo dei titoli bancari mondiali che ne è derivato (il settore bancario è a prevalenza di titoli value). In ultimo, la straordinaria sovraperformance del fattore growth osservata nel 2020 è stata prodotta dalla precipitosa fuga degli investitori da settori che si è temuto avrebbero subito pe-

LA RELAZIONE FRA IL RAPPORTO PREZZO/UTILE E LE ATTESE DI CRESCITA DEGLI UTILI

Crescita media annuale attesa degli utili sui prossimi due anni



1

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazione Giotto Cellino SIM su dati FactSet

ANDAMENTO DEGLI INDICI VALUE E GROWTH NEGLI USA

da settembre 2020 a maggio 2021 indici MSCI total return



2

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: FactSet

santi ripercussioni a causa della pandemia (ad esempio finanziari, auto, trasporti, tempo libero ed energia) e il contestuale riposizionamento su quelli che si è pensato avrebbero tratto vantaggio dai nuovi stili di vita: tecnologia ed helthcare in primis.

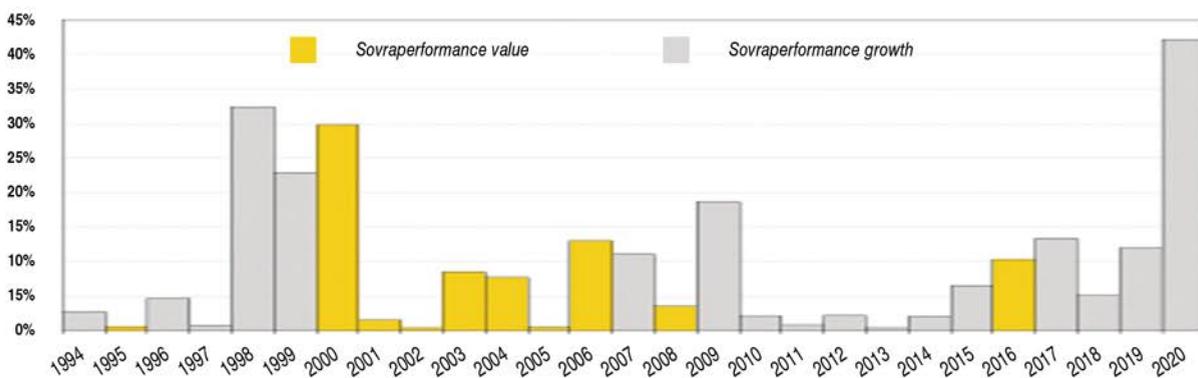
Riteniamo che, per quanto fondato, il movimento sia stato eccessivo, generando un forte squilibrio valutativo fra il fattore growth e value che i mercati ora potrebbero iniziare a correggere. Il 2020 dunque potrebbe essere stato l'ultimo anno della lunga fase di sovraperformance del fattore growth iniziata nel 2007. Il grafico 2 mostra che già a settembre 2020 i titoli value hanno iniziato a sovraperformare quelli growth: considerando che le fasi di prevalenza dell'uno o dell'altro fattore si sono storicamente rivelate di durata pluriennale, la tendenza manifestatasi a settembre a nostro giudizio ha ancora molta strada da percorrere. (riproduzione riservata)

*responsabile servizio gestione

**responsabile ricerca e analisi

Giotto Cellino sim

L'ALTERNANZA DI SOVRAERFORMANCE TRA IL FATTORE VALUE E QUELLO GROWTH



3

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazione Giotto Cellino SIM su dati FactSet