

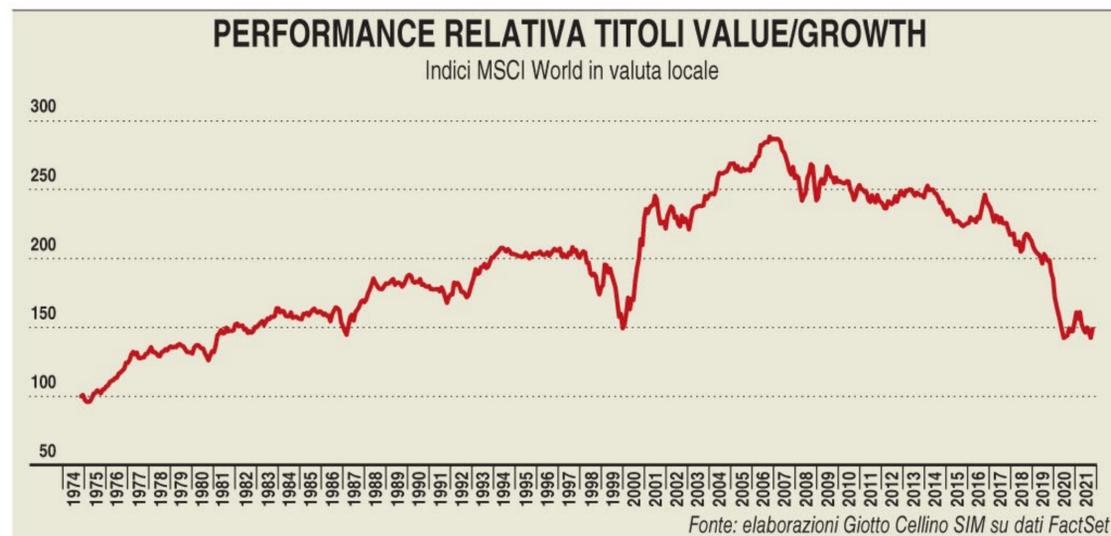
di **Oliviero Lenci***
e **Silvio Olivero****

Il comune buon senso ci suggerisce che l'alternativa fra ricevere 100 euro subito o fra 10 anni configura situazioni tra loro molto diverse. Sappiamo infatti che cosa è possibile acquistare oggi con 100 euro, mentre è assai incerto che cosa potremo acquistare con la medesima cifra fra 10 anni. Per questo motivo potremmo affermare che la prima alternativa ha un valore centro, mentre quello della seconda è più aleatorio. La matematica finanziaria offre strumenti di calcolo per effettuare queste valutazioni, ma è facile intuire che il valore della promessa di ricevere 100 euro fra 10 anni decresce al crescere delle aspettative di inflazione: maggiore sarà l'inflazione, minore sarà il quantitativo di beni che fra 10 anni si potranno acquistare.

La finanza aziendale ha suggerito una classificazione che, partendo dall'alternativa descritta, suddivide le azioni scambiate sui mercati azionari in due gruppi: quelle di aziende che stanno realizzando e realizzeranno negli anni a venire utili significativi e quelle di società che oggi e nei prossimi anni realizzeranno probabilmente utili magri se non perdite ma che in un futuro non prossimo grazie agli investimenti e alla ricerca ne potrebbero realizzare di ingentissimi. Nel gergo degli analisti le prime si definiscono azioni *value*, le seconde *growth*. I dividendi attesi dalle *value* sono molto vicini al tempo attuale perché queste aziende realizzano già oggi utili corposi, mentre i dividendi attesi dalle *growth* si collocano in un futuro molto lontano, quando gli investimenti fatti da queste aziende daranno i frutti sperati.

BORSA/2 Le previsioni di un'inflazione durevole suggeriscono di ruotare il portafoglio verso azioni di settori maturi, come banche, automobili, assicurazioni o petrolio. Che hanno folta rappresentanza a Piazza Affari

La rivincita dei value



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

PERFORMANCE DEI TITOLI VALUE E GROWTH NEL 2021
Indici MSCI total return in valuta locale

	Value	Growth	Diff. Value/Growth
Francia	28,6%	30,8%	- 0,2%
Germania	14,7%	11,7%	+ 2,9%
Italia	24,2%	23,1%	+ 1,1%
Spagna	13,0%	2,9%	+ 10,1%
Regno Unito	17,7%	22,5%	- 4,8%
USA	27,2%	26,2%	+ 0,9%
Giappone	18,6%	9,2%	+ 9,5%
Mercati Emergenti	7,1%	-6,1%	+ 13,2%

Fonte: FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Che dire dunque di questi due gruppi di azioni, visto che ormai vi è accordo fra tutti gli economisti circa il fatto che l'inflazione nei prossimi anni si manterrà su livelli piuttosto sostenuti?

La risposta è semplice: la crescita dell'inflazione riduce il valore attuale di ciò che darà frutti in un futuro lontano (azioni *growth*), mentre ha un impatto molto limitato su ciò che

offrirà frutti nel breve termine (azioni *value*). Da oltre un anno sosteniamo che i tempi sono maturi per una rotazione settoriale che veda gli investitori preferire le *value* alle *growth*: nel 2021 tale rotazione si è già manifestata, anche in modo ancora piuttosto blando. La tabella in pagina indica le performance delle due tipologie di azioni nel 2021 in alcuni mercati. La prevalenza dei titoli sui *growth* si è osservata quasi ovunque, anche se, al netto di qualche eccezione, la loro sovraperformance non è stata ancora particolarmente significativa. La tenuta delle azioni *growth* è dovuta al fatto che nel 2021 tali titoli hanno ancora beneficiato di alcuni importanti sostegni: i timori di inflazione si sono infatti manifestati solo sul finire dell'anno, mentre la pandemia ha ancora dato seri motivi di preoccupazione. Que-

sto secondo elemento si è rivelato favorevole ai titoli *growth*, molti dei quali appartengono ai settori tecnologico e farmaceutico: il primo avvantaggiato dalle mutate abitudini di consumo imposte dalle misure di contenimento, il secondo dalla maggiore spesa sanitaria. Per questo motivo i titoli *growth*, pur sottoperformando, hanno opposto una forte resistenza al prevalere dei *value* nel 2021. Ma, a meno di imprevisti, il 2022 dovrebbe sancire la definitiva inversione di tendenza.

Infatti, come detto, è ormai evidente che il fenomeno inflazionistico è destinato a persistere; non ai livelli eccezionalmente alti che si osservano oggi, ma comunque a livelli decisamente superiori a quelli cui siamo stati abituati negli ultimi anni. Per quanto concerne la pandemia, infine, è prevedibile (e auspicabile) che Omicron ne rappresenti l'ultimo colpo di coda, cui dovrebbe seguire un'endemizzazione del virus con il conseguente smantellamento delle misure restrittive che ci hanno accompagnato negli ultimi due anni e con un progressivo ritorno alle precedenti abitudini di vita e consumo. Per questo motivo suggeriamo il sovrappeso dei titoli *value* nei portafogli azionari. Nel grafico pubblicato è rappresentata la curva che descrive la relazione fra l'andamento relativo dei titoli *value* rispetto ai *growth*. Quando la curva sale i titoli *value* realizzano performance migliori di quelli *growth*, quando scende avviene il contrario. Dall'osservazione della curva deriviamo tre considerazioni: nel lungo termine i titoli *value* hanno fatto meglio dei *growth*; l'attuale fase di sovraperformance dei *growth* è iniziata nel 2007, ben prima della pandemia; la crisi sanitaria ha impresso un'accelerazione straordinaria alla sovraperformance dei titoli *growth*.

Come detto, potremmo essere all'inizio di una nuova fase, nel corso della quale saranno i titoli *value* a guidare i mercati azionari e, osservando il grafico, si può dedurre che, se le cose andranno come in passato, tale fase sarà tutt'altro che breve. Merita infine segnalare i settori a più alta densità di titoli *value*. Senza la pretesa di essere esaustivi, i *value* sono molto comuni all'interno dei comparti bancario, automobilistico, petrolifero e assicurativo. Si tratta di settori molto rappresentati nei listini europei e, in particolare, in quello italiano. (riproduzione riservata)

*responsabile Servizio di Gestione
**responsabile Ricerca e Analisi
Giotto Cellino Sim