## Lo dicono i numeri: la borsa teme troppo l'inflazione

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

a variabile macroeconomica cui i mercati azionari guardano in questi tempi con maggior ansia è probabilmente l'inflazione. Mentre le altre statistiche, come ad esempio quella sulla crescita economica o quelle che misurano la fiducia di consumatori e imprese, pas-sano tutto sommato inosservate, quelle di-rettamente o indirettamente riconducibi-

li all'andamento dei prezzi al consumo sono oggetto di atten-ta valutazione. Il tasso d'infla-zione, il livello dell'occupazio-ne e l'andamento dei prezzi delle materie prime sono infat-ti le variabili che attirano maggiormente l'attenzione de-

gli analisti. Con questo articolo intendiamo approfondire il legame fra inflazione e andamento degli indici azionari, così da verificare se tanta apprensione sia giustificata o meno. Innanzitutto occorre osservare che le azioni sono strumenti finanziari strettamente legati a quantità reali, ossia capaci di incorporare l'inflazione. Se cresce il livello dei prezzi, è ra-gionevole pensare che, a parità di quantità di merce venduta, il fatturato di un'impresa aumenti in misura simile. Certo aumenteranno in egual proporzione anche i costi, ma la differenza fra ricavi e costi, cioè l'utile, crescerà anch'essa per effetto dell'inflazione. Ci riferiamo evidentemente

un'impresa «tipo»: alcune aziende, infatti, potranno subi-re aumenti di costo superiori agli aumenti di ricavi, mentre ad altre accadrà il contrario, ma a livello generale l'inflazione gonfierà gli utili delle società, le cui quota-zioni di borsa dovrebbero, ceteris paribus, crescere di pari passo con l'inflazione.

Dunque le azioni sono attività reali insensibili all'andamento dell'inflazione? In prima approssimazione la risposta è af-fermativa, poiché a fronte di utili «gonfiati» dall'inflazione le società potranno riconoscere ai propri azionisti dividendi mag-giori, che dovrebbero a loro volta giustificare quotazioni più elevate, difendendo così il patrimonio degli investitori dalla perdita di potere di acquisto. Questo è però ve-ro fino a un certo punto, poiché quando l'aumento dei prezzi raggiunge livelli eccessivi l'inflazione aumenta l'incertezza sul futuro dell'economia generale e a un aumento dell'incertezza i mercati rispondono chiedendo rendimenti superiori. Il primo dei due grafici pubblicati qui in pagina rappresenta quanto detto con rife-

rimento al mercato azionario americano. Utilizzando il Cyclically Adjusted Price

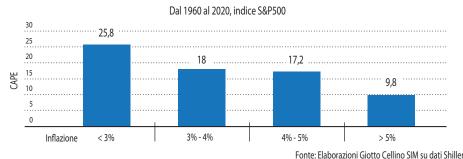
Earnings (Cape), probabilmente il multi-plo più rilevante nella valutazione degli

indici azionari (ottenuto rapportando il prezzo corrente agli utili degli ultimi dieci anni), si nota che tale metrica valutativa risulta inversamente proporzionale all'inflazione. Al di sopra di una certa soglia di inflazione, individuabile intorno al 3% annuo, il mercato inizia a pagare le azio-ni con multipli inferiori, il che significa che a parità di utili i prezzi scendono.

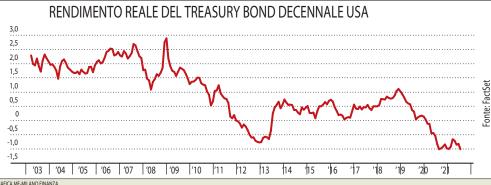
Dunque, livelli elevati di inflazione de-

dall'inflazione. Si guardi a tal proposi-to il secondo dei due grafici pubblicati qui in pagina, dal quale si ricava che il SFOEJNFOto reale offerto dal titolo di Stato decennale americano si trova oggi sui minimi degli ultimi 20 anni, al di sotto dello zero (per la precisione, il primo da-to del grafico è quello del gennaio 2003, data a partire dalla quale la Federa Reserve rende noti i rendimenti reali obbli-gazionari). Il rendimento reale è il rendi-

## LIVELLO MEDIO DEL CAPE IN RELAZIONE AI DIFFERENTI LIVELLI DI INFLAZIONE



GRAFICA MF-MILANO FINANZA



primono i multipli azionari, vanifican-do in parte o del tutto gli effetti benefici dovuti alla lievitazione dei bilanci socie-tari di cui si è detto in precedenza. E' pe-rò il caso di sottolineare che l'analisi è stata condotta su dati quinquennali, poiché su orizzonti più brevi l'inflazione non sembra influenzare i parametri di valutazione delle azioni. Dunque per osservare una riduzione significativa dei multipli dovremmo sperimentare un li-vello medio annuo d'inflazione superiore al 3% nel corso dei prossimi cinque an-ni. E' questa, a nostro avviso, un'ipotesi assai improbabile oggi, considerato che negli Stati Uniti l'inflazione attesa per i prossimi cinque anni, stimata con la co-TJEEFUUB*breakeven inflation ricavata* dai mercati obbligazionari, è pari al 2,5% annuo. Dunque un'inflazione un po' più gagliarda di quella sperimenta-ta in passato, ma non tale da deprimere multipli azionari, non dovrebbe dare adito a preoccupazioni eccessive.

Quest'ultima affermazione è oggi anco-ra più vera se si pensa che l'alternativa all'investimento azionario, vale a dire quello obbligazionario, in mento non offre alcuna protezione

mento che si ottiene al netto dell'inflazione: un rendimento reale negativo dunque attesta l'insolita condizione nella quale le obbligazioni a lungo termine offrono un rendimento inferiore all'inflazione attesa ed espongono quindi gli investitori a una perdita di potere d'acquisto.

**Dunque le azioni,** che come visto, sia pur con qualche limitazione, offrono un certo grado di difesa dall'inflazione, non hanno oggi alcun rivale fra gli investi-menti finanziari. In conclusione rileviamo che l'unico vero rischio per i mercati finanziari derivante dall'inflazione è che questa superi le attese, innervosendo le autorità monetarie e inducendole a mosse restrittive oggi imprevedibili. Si tratta di un rischio da tener presente, ma al momento l'apprensione con la qua-le le autorità politiche e monetarie si prendono cura della ripresa economica ci sembra una buona garanzia del fatto che questa volta non si commetteranno gli errori del passato. (riproduzione riservata)

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