

T con Zero

La seconda generazione

N. 27 – AGOSTO 2024

Dove vanno gli utili aziendali

Il denaro non dorme mai.

Come suggerito dalla citazione della seconda parte del titolo del film del 2010, deludente seguito dell'iconico *Wall Street* del 1987, i mercati finanziari si muovono continuamente. Interpretare i loro movimenti e cercare di anticiparli è una sfida che tiene impegnati migliaia di investitori e osservatori in tutto il mondo. Uno degli elementi di maggiore importanza per la performance e la valutazione dei mercati azionari in particolare è l'andamento degli utili delle società che costituiscono gli indici di riferimento.

Il grafico 1 mostra come, almeno negli ultimi decenni, la performance dell'indice S&P 500 abbia riflesso, in modo più o meno approssimativo, l'evoluzione degli utili delle aziende¹.

Grafico 1: Andamento dell'S&P 500 e degli utili per azione realizzati negli ultimi 12 mesi dalle aziende che lo compongono



Nel grafico precedente la scala del valore dell'indice e degli utili è diversa. L'esercizio che *T con Zero* si propone di fare questo mese è confrontare in modo omogeneo (cioè ribasando a 100 il valore di entrambe le serie storiche al momento iniziale) l'evoluzione degli utili aziendali per un certo numero di indici su vari orizzonti temporali, sostanzialmente per capire se, dopo una prolungata fase di *bull market*, di mercato rialzista, le borse siano andate oltre quello che uno degli elementi fondamentali più importanti suggerirebbe, oppure no.

La relazione tra andamento degli utili e degli indici azionari nel tempo

La relazione tra andamento degli utili effettivamente realizzati dalle aziende presenti all'interno di un indice (non delle stime di analisti e investitori) e dell'indice stesso è visibile piuttosto chiaramente in molti casi. Questa nota si concentrerà su quattro indici azionari regionali molto usati: lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e gli indici MSCI per l'Europa, il Giappone e i Paesi Emergenti. Gli orizzonti temporali di riferimento saranno tre: uno lungo, che parte da maggio 1999 (momento iniziale per le serie di utili di tutti gli indici), uno che parte da fine 2009 e uno che parte da fine 2020, in modo da valutare l'andamento di indici e utili dopo due shock molto profondi: la Grande Recessione che seguì la Grande Crisi Finanziaria del 2008 e la pandemia del 2020.

Dai grafici 2-5, che mostrano l'orizzonte temporale più lungo, emergono due cose importanti. La prima è che l'andamento degli utili per azione, o *EPS*, (*earnings per share*, linea color oro) abbia mostrato una chiara tendenza storica positiva, sia pure con fasi di oscillazioni cicliche, che sono largamente attese e comprensibili, o variazioni legate a shock esogeni. La seconda è che il rialzo dei mercati azionari (linea blu nei grafici) sia stato, tra maggio 1999 e fine giugno 2024, *minore* del rialzo degli utili per azione. Ciò è particolarmente visibile nel caso del Giappone (grafico 4), ma vale, con proporzioni più contenute, per tutti e quattro gli indici considerati.

Grafico 2: Andamento dell'S&P 500 e utili realizzati dal 1999

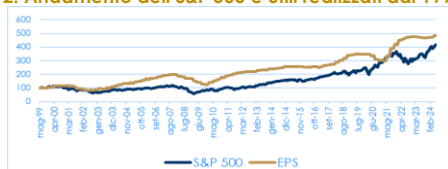


Grafico 3: Andamento dell'MSCI Europe e utili realizzati dal 1999



Grafico 4: Andamento dell'MSCI Japan e utili realizzati dal 1999

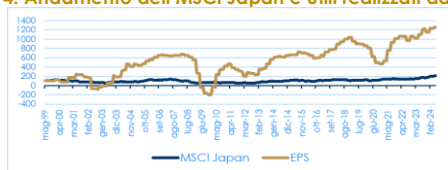


Grafico 5: MSCI Emerging Markets e utili realizzati dal 1999



Nell'analisi si è cercato, in generale, di neutralizzare le fasi in cui per alcuni indici (tutti tranne l'S&P 500) gli utili sono stati negativi (cioè le aziende che compongono l'indice hanno realizzato in aggregato perdite nette), ma

T con Zero

La seconda generazione

N. 27 – AGOSTO 2024

ciò avrebbe alterato troppo l'evoluzione della serie storica degli utili giapponesi, che quindi in alcuni periodi sono scesi sotto zero.

I messaggi non cambiano molto per gli altri orizzonti temporali. I grafici 6-9 mostrano l'andamento di utili per azione e indici dalla fine del 2009. La crescita degli utili ha superato quella delle quotazioni di borsa degli *interi indici*, tranne l'S&P 500 (ovviamente per le singole società quotate il discorso potrebbe essere molto diverso).

Grafico 6: Andamento dell'S&P 500 e utili realizzati dal 2009

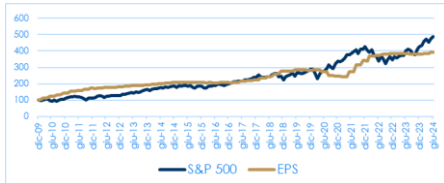


Grafico 7: Andamento dell'MSCI Europe e utili realizzati dal 2009

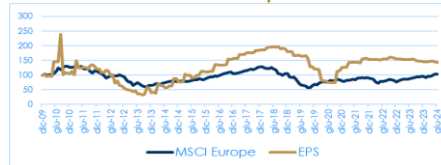


Grafico 8: Andamento dell'MSCI Japan e utili realizzati dal 2009

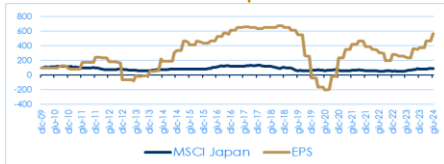


Grafico 9: MSCI Emerging Markets e utili realizzati dal 2009



I grafici 10-13 mostrano l'andamento di utili per azione e indici dalla fine del 2020 (migliore per i primi). Il risultato è analogo all'analisi delle serie storiche che partono dal 1999 – S&P 500, questa volta, ancora incluso.

Grafico 10: Andamento dell'S&P 500 e utili realizzati dal 2020

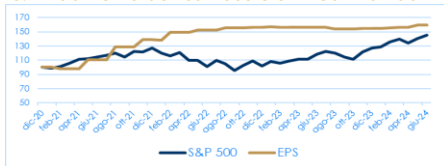


Grafico 11: Andamento dell'MSCI Europe e utili realizzati dal 2020

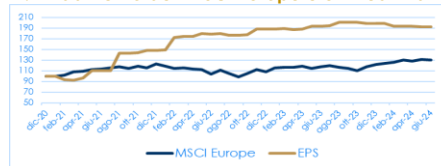


Grafico 12: Andamento dell'MSCI Japan e utili realizzati dal 2020

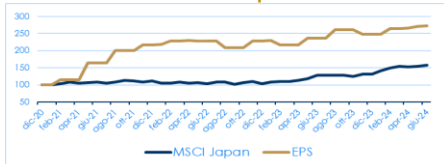
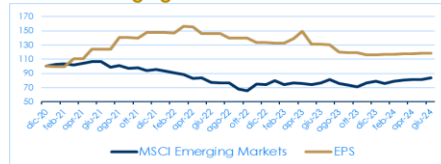


Grafico 13: MSCI Emerging Markets e utili realizzati dal 2020



Qualche lettore attento potrebbe obiettare che usare gli utili per azione potrebbe non essere ottimale, per le differenze di fiscalità fra le varie aree geografiche e soprattutto perché la gestione finanziaria delle aziende può portare a variazioni importanti del livello di debito e della relativa spesa per interessi nel conto economico, e a politiche di riacquisto di azioni proprie che, riducendo il numero di azioni in circolazione, possono influenzare il valore degli utili per azione. Per ovviare a questi potenziali problemi, si è ripetuta l'analisi grafica precedente utilizzando gli *utili operativi* delle aziende che compongono gli indici. In questo modo si ragiona con i valori per l'intera società, e non per singola azione, e le considerazioni fiscali e di gestione finanziaria (scelte sul debito e decisioni di riacquistare azioni) perdono rilevanza, perché ci si ferma a un livello superiore del conto economico.

Grafico 14: Andamento dell'S&P 500 e utili operativi dal 1999

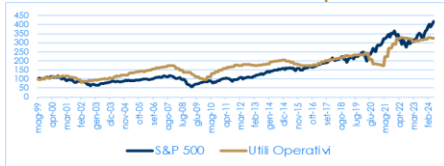


Grafico 15: Andamento dell'MSCI Europe e utili operativi dal 1999

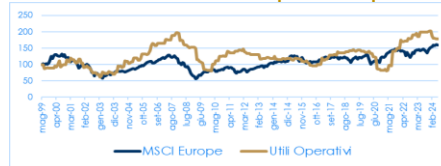


Grafico 16: Andamento dell'MSCI Japan e utili operativi dal 1999

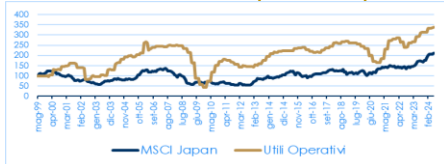


Grafico 17: MSCI Emerging Markets e utili operativi dal 1999



T con Zero

La seconda generazione

N. 27 – AGOSTO 2024

I grafici 14-17 mostrano l'andamento dei quattro indici e dei rispettivi utili operativi dal 1999, i grafici 18-21 le stesse informazioni a partire da dicembre 2009, mentre i grafici 22-25 dalla fine del 2020.

Grafico 18: Andamento dell'S&P 500 e utili operativi dal 2009

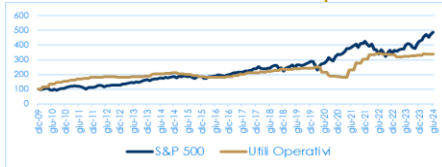


Grafico 19: Andamento dell'MSCI Europe e utili operativi dal 2009

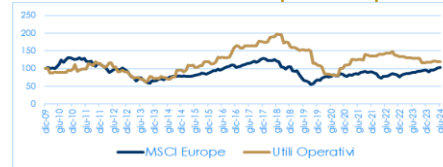


Grafico 20: Andamento dell'MSCI Japan e utili operativi dal 2009

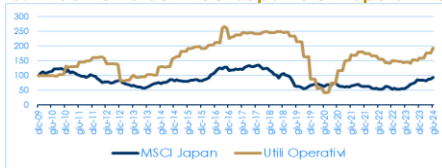


Grafico 21: MSCI Emerging Markets e utili operativi dal 2009



Qui si notano due differenze importanti rispetto al caso precedente degli utili per azione. La prima è che l'S&P 500 è l'unico indice il cui andamento sia cresciuto più del profitto operativo dal 1999 e dal 2009: appare piuttosto evidente come la divergenza si sia accentuata a partire dalla pandemia in avanti per la forte ciclicità dei profitti in quel periodo e poi per il forte rialzo delle borse negli ultimi 18-24 mesi. L'effetto scompare se invece la base di partenza è quella di fine 2020. La seconda è che la distanza tra andamento dell'indice giapponese MSCI Japan e gli utili operativi nipponici sia visibile, ma significativamente inferiore al caso degli utili per azione, che, in particolare a partire dal 1999, sono cresciuti molto più rapidamente delle quotazioni di borsa. Ciò può indicare che in Giappone, come negli Stati Uniti, la gestione finanziaria possa avere giocato un ruolo nel contribuire a definire gli utili per azione. Un'ipotesi verosimile: le aziende giapponesi hanno trascorso almeno 20 anni dallo scoppio della bolla speculativa di fine 1989 a rafforzare i propri bilanci. Il crollo del mercato immobiliare e della borsa di Tokyo ha rappresentato uno shock culturale, oltre che economico, di lunga durata.

Grafico 22: Andamento dell'S&P 500 e utili operativi dal 2020

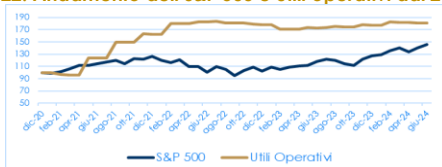


Grafico 23: Andamento dell'MSCI Europe e utili operativi dal 2020

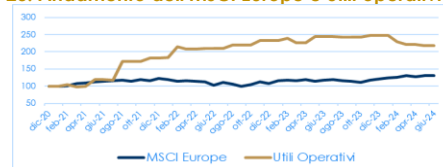


Grafico 24: Andamento dell'MSCI Japan e utili operativi dal 2020

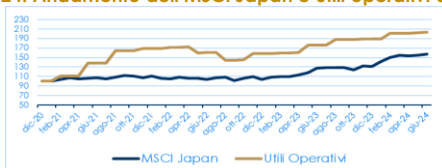
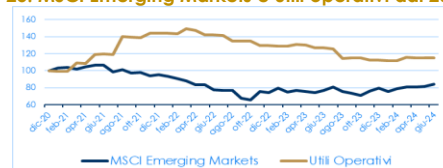


Grafico 25: MSCI Emerging Markets e utili operativi dal 2020



Queste osservazioni possono aiutare gli investitori a mettere in prospettiva alcune perplessità che talvolta si manifestano in fasi di forte rialzo dei mercati, quando aumentano i timori che l'andamento delle quotazioni azionarie e le loro valutazioni possano essere scollegate dall'andamento fondamentale. I dati sembrerebbero mostrare come, con tutte le distinzioni e le precauzioni dei singoli casi, l'evoluzione dei profitti aziendali, a livello operativo e di utili per azione, sia stata molto positiva e solida, nonostante le normali fluttuazioni cicliche e alcuni shock, anche esogeni, di notevole portata. Questo è un elemento molto importante e robusto di sostegno per i mercati e di ancoraggio per le valutazioni. Anche per gli Stati Uniti, dove negli ultimi anni le valutazioni - non da bolla (la serie degli utili che inizia dal 1999 non permette un raffronto significativo con lo scoppio della bolla tecnologica di marzo 2000, ma le valutazioni di quel periodo erano in aggregato superiori alle attuali) - si sono espanse e gli indici azionari sono saliti più velocemente degli utili, il differenziale che si è aperto può stimolare un approccio al margine più prudente, ma non appare preoccupante. Inoltre, una dinamica degli utili solida e in crescita fa sì che eventuali periodi di correzione possano comprimere le valutazioni e potenzialmente riavvicinare all'equilibrio andamento dei prezzi e fondamentali. Ciò potrebbe consentire di affrontare la volatilità con maggiore serenità e come potenziale opportunità per arrotondare le posizioni in azioni in ottica strategica.

A cura di Luca Tobagi, CFA - Head of Investment Strategy



T con Zero

La seconda generazione

N. 27 – AGOSTO 2024

Note e riferimenti

Wall Street, film di Oliver Stone, 1987.

Wall Street: Il denaro non dorme mai, film di Oliver Stone, 2010.

1: Le linee blu dei grafici mostrano l'andamento degli utili effettivamente realizzati dalle aziende nel periodo di 12 mesi e calcolati alla fine di ogni mese. I valori delle serie storiche sono ribasati a 100 alla fine di maggio 1999, alla fine di dicembre 2009 e alla fine di dicembre 2020.

Come sempre, ulteriori informazioni e i dati dettagliati delle analisi possono essere resi disponibili su richiesta.

Le elaborazioni di tutti i dati e dei grafici sono di Mediobanca Private Banking su dati di fonti ritenute attendibili (ad esempio Bloomberg, Preqin, World Bank, FAO, OCSE, Fondo Monetario Internazionale, banche centrali, governi o altre fonti analoghe). A seconda della disponibilità delle serie storiche, i dati utilizzati vanno dal dicembre 1927 al 30 giugno 2024 incluso.

Nel caso dei dati sui private markets, il periodo di osservazione va dalla fine di dicembre 2000 alla fine di marzo 2024 e la frequenza è trimestrale.

Perchè T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t con zero* devo stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero*; per stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero* devo spostarmi in *t con 1*; per spostarmi in *t con 1* devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il documento è stato redatto a puro scopo informativo. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta della Banca. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, Mediobanca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca.