

Allianz Research

# Return on Equity (RoE) come strumento per identificare rischi e opportunità nel mercato azionario

26 Aprile 2023



**Eric Barthalon**  
Head of capital market  
research  
eric.barthalon@  
allianz.com

**Maria Latorre**  
B2B Sector Advisor  
maria.latorre@  
allianz-trade.com

## EXECUTIVE SUMMARY

- **In un contesto di maggiore inflazione e instabilità finanziaria, da un lato, e di giusta transizione e deglobalizzazione, dall'altro, i driver del Return on Equity (RoE) nelle varie aree geografiche aiutano a identificare i rischi e le opportunità dei mercati azionari.** Gli Stati Uniti (elevata leva finanziaria, bassa tassazione) e l'Europa al di fuori dell'Eurozona (elevata redditività del capitale investito o RoC e basso costo del debito) hanno registrato i RoE più elevati alla fine del 2022, nonché in media tra il 2007 e il 2022. Al contrario, il RoE più basso si registra in Giappone (basso RoC, basso margine EBITA) e nell'Eurozona (basso rapporto vendite/attività).
- **Ad eccezione del Giappone, l'aumento della leva finanziaria è stato il motore principale dei rendimenti del capitale proprio, soprattutto negli Stati Uniti.** Ad eccezione degli Stati Uniti, la redditività (RoC e spread rispetto al costo del debito) è diminuita. La tassazione ha avuto un effetto opposto e di secondo ordine. Il RoC è diminuito in tutti i Paesi o regioni, a causa di un calo generale del rapporto vendite/attività. Riducendo il patrimonio netto, anche i programmi di riacquisto di azioni hanno contribuito al recente aumento del rapporto debito/patrimonio netto delle imprese..
- **La specializzazione settoriale influisce sull'intensità del capitale e sulle esigenze di finanziamento.** Simili sfide cicliche (ad esempio, condizioni di finanziamento più rigide, crescita più lenta) e strutturali (ad esempio, decarbonizzazione, deglobalizzazione) potrebbero pesare ulteriormente sulla performance economica attraverso il rendimento del capitale impiegato. Il settore dei servizi tecnologici negli Stati Uniti (con il più basso fabbisogno di capitale investito e di finanziamento), i settori dei beni di consumo discrezionali e industriali dell'Eurozona (leva finanziaria record, bassa tassazione) o i settori dell'energia e dell'approvvigionamento a monte dei paesi emergenti (basso RoC, leva finanziaria limitata) sono buoni esempi di crescenti vulnerabilità cicliche e strutturali, già ampiamente compensate dalle tattiche di finanza aziendale, e ora più a rischio.

## Che cosa ci dice il RoE delle aziende sui rendimenti azionari?

I rendimenti azionari, l'indicatore di performance del mercato, e il Return on Equity, il concetto contabile, non sono indipendenti l'uno dall'altro, né teoricamente né empiricamente. Il Return on Equity (RoE) di una società quotata in borsa è un indice di performance finanziaria calcolato dividendo l'utile netto di una società per il suo patrimonio netto. In primo luogo, i mercati azionari anticipano le variazioni del RoE con un anticipo di circa

due trimestri. In secondo luogo, i mercati azionari con RoE elevati tendono a fornire rendimenti azionari più elevati rispetto a quelli con RoE bassi (Figura 1, a lato).

**In un contesto di nuove sfide cicliche e strutturali - inflazione e instabilità finanziaria da un lato, mitigazione del clima e deglobalizzazione dall'altro - identificare i driver del RoE nel mondo può aiutare a individuare i rischi e le opportunità nei mercati azionari.**

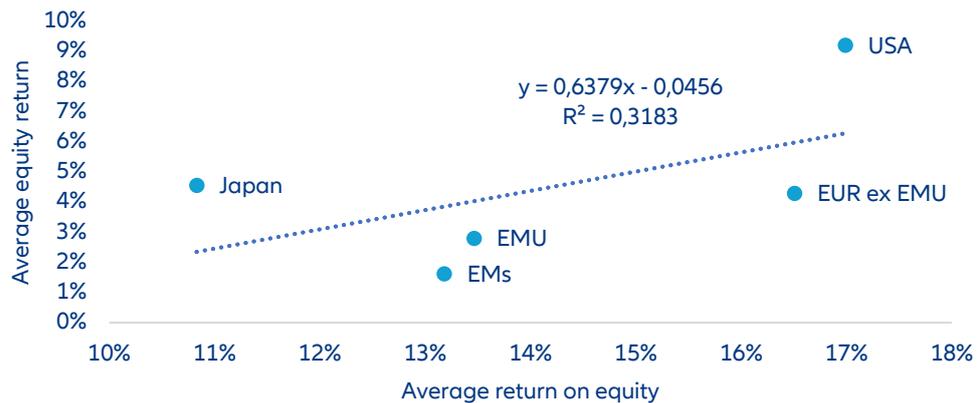
Sappiamo che il RoE aumenta con:

1. Il rendimento del capitale investito (RoC). Il RoC è il rapporto tra l'EBITDA (utile prima di interessi, tasse, svalutazioni e ammortamenti) e il totale delle attività. Può essere scomposto in due indici intermedi: il margine EBITDA (rapporto EBITDA/vendite), che è un indicatore di redditività economica, e il rapporto vendite/attività, che è un indicatore di intensità di capitale.
2. Lo spread tra il RoC e il costo del debito (Cod)
3. Il livello di leva finanziaria dell'azienda è misurato dal rapporto tra debito lordo e patrimonio netto.

... e diminuisce con:

3. L'aliquota fiscale effettiva.

Figura 1: Relazione tra rendimento del capitale e rendimenti azionari



Fonti: Refinitiv, Allianz Research; a causa della limitazione dei dati, l'analisi è limitata alle SNF..

**Nelle tabelle 1a e 1b, calcoliamo questi rapporti finanziari medi per mercati azionari** (Stati Uniti, Eurozona o EUR, Europa al di fuori dell'Eurozona o UEM, Giappone o JPN e mercati emergenti o EM) e li classifichiamo. Tutti i rapporti finanziari sono espressi in percentuale. La prima posizione è assegnata a RoE, RoC, margine EBITDA, vendite/attività, RoC-DoC e leva finanziaria più elevati, mentre il costo del debito e l'aliquota fiscale sono più bassi. Abbiamo deciso di considerare i valori alla fine del 2022 e la media tra il 2007 e il 2022 per effettuare un benchmark.

Tabella 1a – Classifica alla fine del 2022

| Rank            | 1      | 2      | 3      | 4      | 5      |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RoE             | USA=24 | EUR=20 | EMs=17 | EMU=15 | JPN=14 |
| RoC             | EMs=15 | EUR=14 | USA=13 | EMU=10 | JPN=9  |
| EBITDA margin   | EMs=21 | EUR=21 | USA=18 | EMU=16 | JPN=14 |
| Sales-to-assets | USA=74 | EMs=73 | JPN=67 | EUR=67 | EMU=60 |
| Cost of Debt    | JPN=2  | EMU=5  | USA=5  | EUR=6  | EMs=10 |
| RoC - CoD       | EUR=8  | USA=8  | JPN=7  | EMs=5  | EMU=5  |

|          |         |         |         |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Leverage | EMU=243 | USA=209 | EMs=176 | EUR=166 | JPN=147 |
| Tax rate | USA=18  | EMU=26  | EUR=27  | EMs=30  | JPN=31  |

Tabella 1b – Classifica usando la media tra 2007 and 2022

| Rank            | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| RoE             | USA=17  | EUR=16  | EMU=13  | EMs=13  | JPN=11  |
| RoC             | EMs=13  | EUR=13  | USA=12  | EMU=10  | JPN=9   |
| EBITDA margin   | EMs=18  | USA=17  | EUR=16  | EMU=15  | JPN=11  |
| Sales-to-assets | JPN=79  | EUR=76  | USA=73  | EMs=71  | EMU=66  |
| Cost of Debt    | JPN=2   | EMU=5   | EUR=6   | USA=7   | EMs=9   |
| RoC - CoD       | JPN=7   | EUR=6   | USA=6   | EMU=4   | EMs=4   |
| Leverage        | EMU=219 | USA=176 | JPN=149 | EMs=139 | EUR=135 |
| Tax rate        | EUR=20  | USA=23  | EMs=26  | EMU=31  | JPN=45  |

Fonti per le tabelle 1a e 1b: Refinitiv, Allianz Research

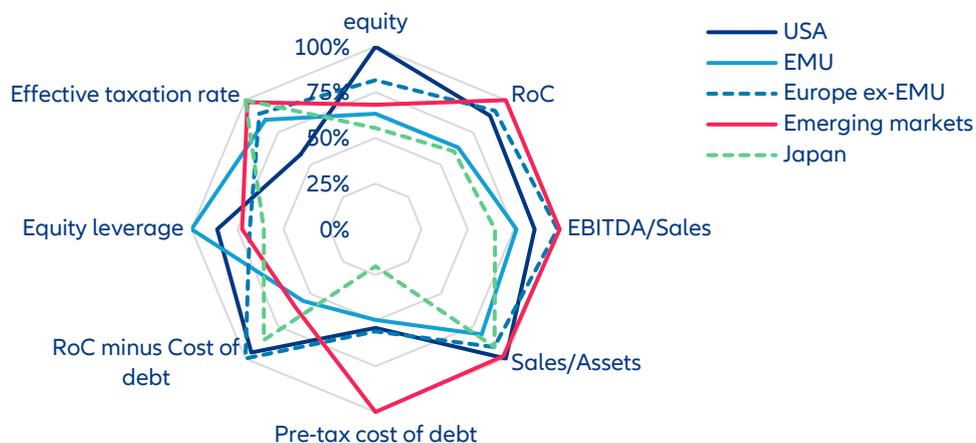
**Non sorprende che gli Stati Uniti mostrino i RoE più elevati, mentre il Giappone quelli più bassi.** Negli Stati Uniti, il RoC è mediano o leggermente superiore alla media, come i rapporti EBITDA/vendite e vendite/attività e lo spread tra RoC e costo del debito. Ciò nonostante, il paese combina un'elevata leva finanziaria con una bassa tassazione. Il Giappone presenta il RoE e il RoC più bassi, con un margine EBITDA particolarmente basso. Questa scarsa performance è compensata dal più basso costo del debito, che contribuisce al più alto spread tra il RoC e il costo del debito. Tuttavia, la bassa leva finanziaria e l'elevata tassazione stanno riducendo questo punto di forza.

**Le società dell'Eurozona presentano un RoE medio, un RoC e un rapporto EBITDA/vendite inferiori alla media e il più basso rapporto vendite/attività.** Tuttavia, le società dell'Eurozona beneficiano di un basso costo del debito, anche se non abbastanza basso da compensare il basso RoC. Alla fine del periodo, le società dell'Eurozona hanno beneficiato della seconda aliquota fiscale più bassa, un miglioramento rispetto al passato. Alla fine, la loro leva finanziaria - la più alta del nostro campione - salva la situazione. Le imprese europee al di fuori dell'Eurozona sono al secondo posto in termini di RoE e RoC. Esse beneficiano di un costo del debito basso o inferiore alla media, che contribuisce a uno spread tra il RoE e il costo del debito superiore alla media. Un basso tasso di tassazione anziché un'elevata leva finanziaria sostiene il RoE.

Il RoE degli EM è medio o inferiore alla media, nonostante la forte performance in termini di RoC, guidata dal più alto margine EBITDA. Questa forza è tuttavia compensata dal costo del debito più elevato del nostro campione. Una leva finanziaria bassa o inferiore alla media, insieme a una tassazione elevata o superiore alla media, pesa anche sul RoE.

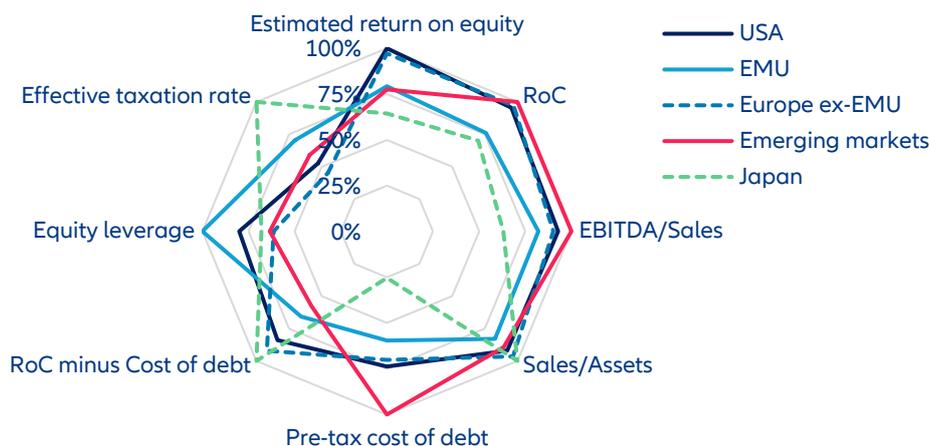
**Nel periodo 2007-2022, la dispersione più elevata tra le società si osserva per il costo del debito, seguito dall'aliquota fiscale effettiva, dallo spread tra il RoC e il costo del debito, dalla leva finanziaria e infine dal RoC.** Nelle figure 2a e 2b, il RoE e i suoi driver sono ridimensionati rispetto al valore più alto del campione in modo da evidenziare la loro dispersione, prima alla fine del 2022 e poi in media tra il 2007 e il 2022. Questa gerarchia non è sostanzialmente modificata alla fine del periodo, tranne che per le aliquote fiscali effettive, la cui dispersione è diminuita. In altre parole, non è la performance economica in sé a spiegare le differenze di RoE, ma piuttosto le decisioni di finanza aziendale e l'ingegneria finanziaria.

Figura 2a - Drivers ridimensionati del rendimento del capitale proprio alla fine del 2022



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

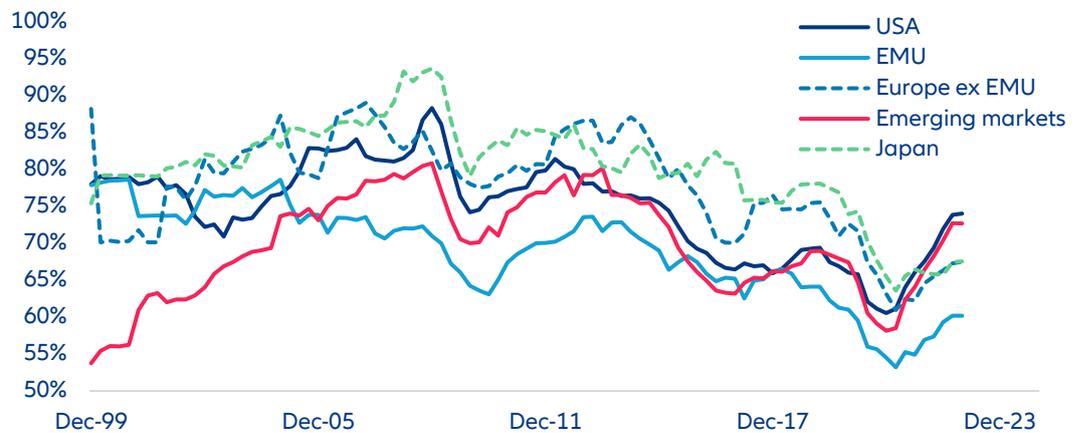
Figura 2b - Driver ridimensionati del rendimento del capitale proprio: media 2007-2022



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Lo sviluppo più evidente è il calo a livello mondiale del rapporto vendite/attività tra il 2007 e il 2020 (Figura 3).** Questo rapporto mette in relazione un flusso, valutato a prezzi correnti, con uno stock, valutato al costo storico (cioè una media di prezzi passati). In quanto tale, questo rapporto può riflettere il modo in cui l'inflazione influisce sulle decisioni di investimento nel settore delle imprese. Per quanto riguarda l'ingegneria finanziaria, lo sviluppo più evidente è l'aumento della leva finanziaria in quasi tutte le regioni (ad eccezione del Giappone), in particolare nei Paesi emergenti (Figura 4, a lato).

Figura 3 - Rapporto vendite/attività



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 4 - Leva azionaria (D/E)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Dal 2007, ad eccezione del Giappone, l'aumento della leva finanziaria è stato il principale motore dei rendimenti del capitale proprio, soprattutto negli Stati Uniti.** Ad eccezione degli Stati Uniti, la redditività (RoC e il suo spread rispetto al costo del debito) è diminuita. La tassazione ha avuto un impatto di secondo ordine e di segno opposto (Figure 5 e 6, sotto e a fianco). Dal 2007, il RoC è diminuito in tutti i Paesi o le regioni, trainato da un calo generale del rapporto vendite/attività (Figura 6).

Figura 5 - Fattori di variazione del RoE dal 2007 a oggi

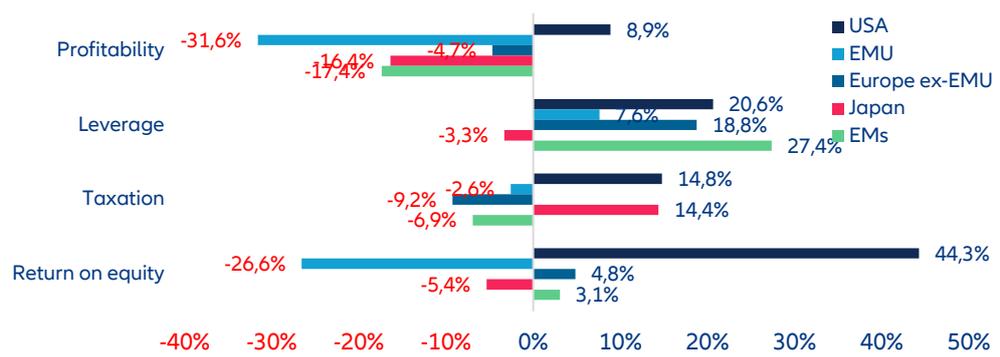
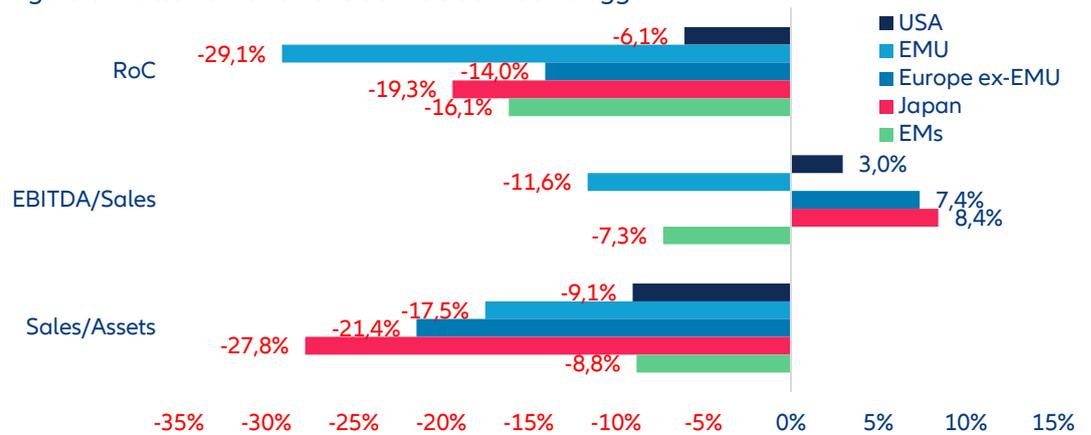


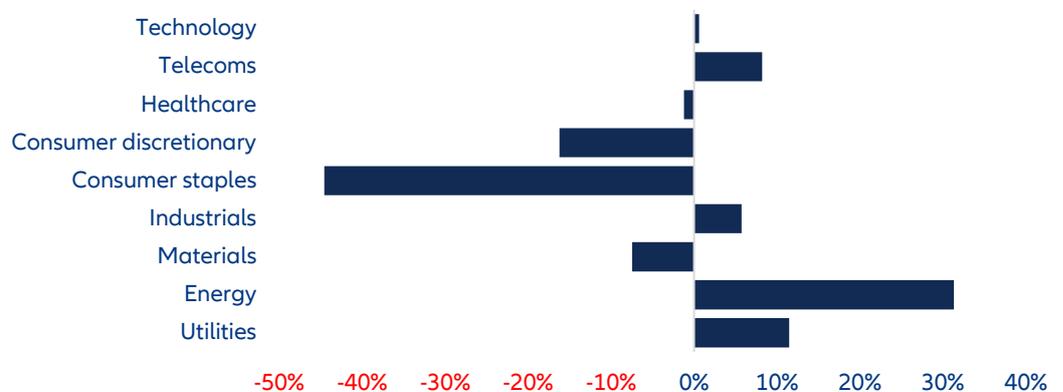
Figura 6 - Fattori di variazione del RoC dal 2007 a oggi



Fonti per le figure 5 e 6: Refinitiv, Allianz Research

**La leva finanziaria aumenta quando il debito aumenta, quando il patrimonio netto diminuisce o quando si verificano entrambe le cose contemporaneamente.** Se una società decide di riacquistare le proprie azioni (come hanno fatto molte aziende nel 2022), il suo patrimonio netto si riduce e quindi il suo RoE si gonfia. Ciò è stato particolarmente evidente nel settore dell'energia, che oltre a registrare utili da capogiro ha anche registrato il maggior numero di riacquisti di azioni nel 2022, grazie alle enormi quantità di free cash flow generate (Figura 7). Di conseguenza, è stato uno dei settori con il RoE più elevato.

Figura 7 - Riacquisti di azioni per settori globali: Media dal 2007 al 2022



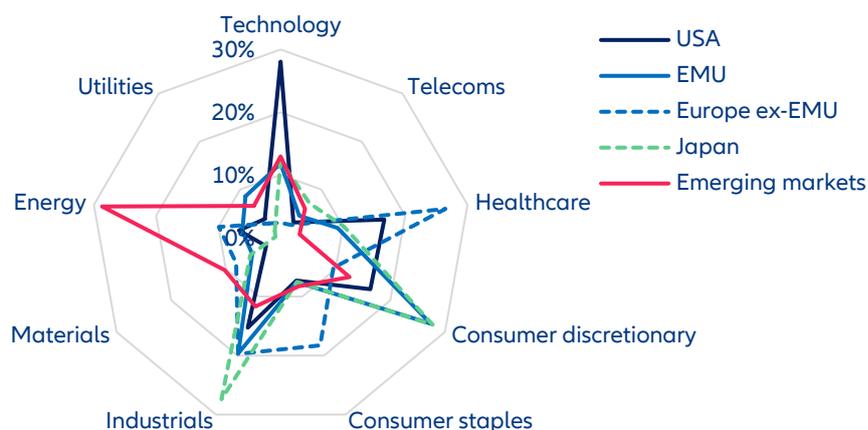
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

## La specializzazione settoriale tra le regioni influisce sull'intensità di capitale e sulle esigenze di finanziamento

Quando si confrontano il RoE e i suoi fattori trainanti tra regioni o paesi, occorre tenere presente che le ponderazioni delle componenti del settore non finanziario variano notevolmente da una regione all'altra. (Figura 8, opposite):

- Il mercato giapponese è il più concentrato del nostro campione, con un indice di concentrazione di 0,1606. I due maggiori costituenti sono i beni di consumo discrezionali (27,7%) e gli industriali (27,4%); la tecnologia è al terzo posto con il 12,3%.
- In Europa al di fuori dell'Eurozona e negli Stati Uniti, il grado di concentrazione è circa lo stesso (0,1223 e 0,1163), ma i settori dominanti non sono gli stessi. Negli Stati Uniti, la tecnologia è in testa (28%) seguita dalla sanità (16,6%) e dai beni di consumo discrezionali (16,4%), mentre in Europa al di fuori dell'Eurozona la sanità è in testa (26,5%), seguita dagli industriali (19,7%) e dai beni di consumo (18,2).
- Nell'Eurozona e negli EM, il grado di concentrazione è ancora una volta circa lo stesso (0,0821 e 0,0772), ma i settori dominanti non sono gli stessi. Nell'UEM, i beni di consumo discrezionali sono in testa (27,4%), seguiti dai settori industriali (19,6%) e dalla tecnologia (11,8%), mentre negli EM l'energia è in testa (28,7%), seguita dalla tecnologia (13%) e dai beni di consumo discrezionali (12,6%).

Figura 8 - Pesi settoriali per regione o paese

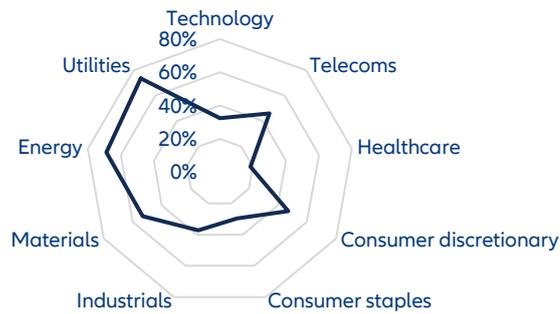


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

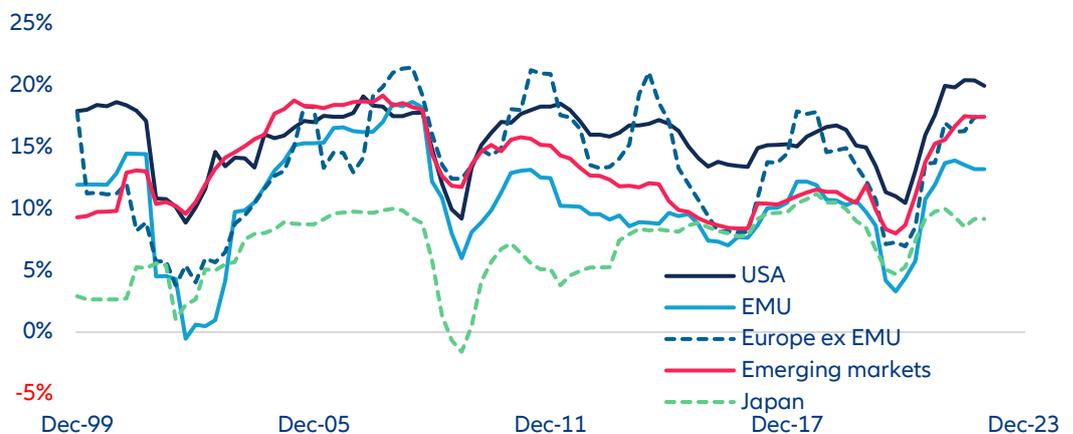
**Identificazione dell'intensità di capitale:** I settori dei servizi di pubblica utilità, dell'energia, dei materiali e dei beni di consumo discrezionali sono quelli con i livelli più elevati di spese in conto capitale (misurati dal rapporto tra spese in conto capitale ed EBITDA). Al contrario, i settori a minore intensità di capitale sono quelli della sanità, dei beni di consumo e della tecnologia (Figura 9).

**Poiché le attività industriali e discrezionali necessitano di fondi significativi (capitale proprio) per finanziare le loro esigenze di investimento, il capitale proprio delle società industriali tende a essere più elevato di quello delle società di servizi, come ad esempio le società di consulenza.** Di conseguenza, il loro RoE è generalmente più basso. In questo contesto, l'attività di un'azienda ha un impatto sul suo rendimento del capitale proprio. Nella Figura 10 si può notare che le regioni con il RoE più elevato negli ultimi anni sono gli Stati Uniti, seguiti dagli EM e dall'Europa al di fuori dell'Eurozona, dove dominano i settori della tecnologia e dei beni di consumo discrezionali. Al contrario, le regioni con i livelli di RoE più bassi sono il Giappone e l'Eurozona, che si affidano maggiormente al settore industriale.

Figura 9 - Rapporto Capex/EBITDA per settori globali: media 2007-2022



Fonti: Refinitiv, Allianz Research  
Figura 10 –RoE dopo le tasse



Fonte: Refinitiv, Allianz Research

**Gli Stati Uniti sono al primo posto in termini di RoE grazie all'elevata concentrazione nel settore dei servizi tecnologici (quasi il 30% del mercato azionario), che presenta le minori esigenze di capex e di finanziamento.** Tuttavia, da un punto di vista ciclico, ciò espone il mercato statunitense nel suo complesso alla performance del settore tecnologico, che ha deluso gli investitori negli ultimi trimestri. Già elevata, la leva finanziaria non dovrebbe aumentare ulteriormente in un contesto di condizioni monetarie e creditizie più restrittive. Anche l'aumento delle aliquote fiscali e l'inasprimento della regolamentazione sono sviluppi probabili..

**L'Eurozona è stata sostenuta da un considerevole supporto governativo a partire dal 2020. Poiché la regione ha gli obiettivi di decarbonizzazione più ambiziosi del pianeta, possiamo aspettarci un'ulteriore collaborazione dei governi con le aziende** per raggiungere questi obiettivi impegnativi. Tuttavia, l'Eurozona è molto esposta ai beni di consumo discrezionali e agli industriali, due settori piuttosto ciclici. Parallelamente, la sua leva finanziaria è a un livello record ed è quindi improbabile che aumenti ulteriormente nell'attuale clima monetario. Rimane inoltre poco spazio per un ulteriore calo del tasso di imposizione fiscale.

**In Europa, al di fuori dell'Eurozona, il mercato ha beneficiato dell'elevata esposizione alla sanità, un settore che gode di un elevato potere di determinazione dei prezzi.** Inoltre, l'ampia esposizione del mercato ai beni di consumo di prima necessità controbilancia l'altrettanto ampia esposizione ai settori industriali ad alta intensità di capitale. Questa regione è anche quella che ha registrato i maggiori miglioramenti dei margini EBITDA negli ultimi due anni, dimostrando una buona resistenza nonostante la vicinanza al conflitto ucraino. Ma l'eccesso di una cosa buona, ovvero la sanità, comporta alcune sfide. Il settore è altamente controllato e

sorvegliato, e i produttori di farmaci di marca devono affrontare l'intensificarsi della concorrenza dei produttori di farmaci generici, che stanno guadagnando terreno in un contesto di pressioni inflazionistiche globali.

**Nonostante goda del più basso costo del debito, il mercato giapponese presenta la leva finanziaria più bassa. Se la riduzione della leva finanziaria continua in Giappone, è probabilmente perché è ancora vivo il ricordo dei danni causati da zaitech negli anni '90.** Ancor più dell'Eurozona, il mercato giapponese è molto esposto a due settori piuttosto ciclici: i beni di consumo discrezionali e gli industriali. Per contro, l'esposizione all'energia è trascurabile. L'aliquota fiscale effettiva è elevata rispetto agli standard storici. Per quanto sia auspicabile ridurla, la situazione delle finanze pubbliche giapponesi probabilmente lo impedisce.

**Nei Paesi emergenti, il mercato azionario sembra camminare su due gambe: in primo luogo l'energia; in secondo luogo, una posizione a monte nelle catene di fornitura globali di tre settori: beni di consumo discrezionali, industriali e tecnologici.** Pertanto, la decarbonizzazione e la deglobalizzazione sono le due sfide principali per questo mercato, con un potenziale impatto negativo sul rendimento del capitale investito. Aumentare la leva finanziaria riducendo il costo del debito è il jolly che i mercati emergenti dovrebbero cercare di tirare fuori, credibilità monetaria permettendo.

**In conclusione, nel valutare le prospettive dei rendimenti azionari nei vari mercati, i fattori fondamentali che influenzano il RoE - il RoC, il suo spread rispetto al costo del debito, la leva azionaria, l'aliquota fiscale effettiva e la specializzazione settoriale - sono importanti.** I rispettivi impatti di questi fattori variano da un mercato all'altro, sono variati in passato e continueranno a farlo. A seconda di quali driver del RoE hanno giocato un ruolo dominante in un determinato mercato fino ad oggi, questo mercato è più o meno esposto alle sfide cicliche o strutturali. Nel contesto di un inasprimento delle condizioni di credito e di una potenziale recessione, i mercati degli Stati Uniti e dell'Eurozona potrebbero ora sperimentare il lato oscuro della leva finanziaria, che aumenta anche la volatilità del RoE. Con l'emergere di un consenso tra i membri dell'OCSE per fermare la corsa al ribasso delle aliquote fiscali, quello che è stato un vento di coda, soprattutto negli Stati Uniti e nell'Eurozona, potrebbe ora diventare un vento contrario. Nei Paesi emergenti, la grande esposizione all'energia rappresenta una sfida sia ciclica, se l'economia globale entra in recessione, sia strutturale, se si vuole contenere il riscaldamento globale.

È probabile che le forze cicliche e strutturali esercitino una pressione al ribasso sul RoC, mentre alla finanza aziendale restano pochi strumenti inutilizzati per compensare la conseguente pressione al ribasso sul RoE.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali. Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.