

T con Zero

La seconda generazione

N. 32 – GENNAIO 2025

L'Europa e le aspettative

L'Europa ha bisogno di svegliarsi. È mezza addormentata. (Agatha Christie, Assassinio sull'Orient Express)

Come tutto il resto, anche le frasi fatte non sono tutte uguali. Se ne trovano alcune particolarmente abusate. Da quando, dopo la riunificazione, la Germania attraversò un periodo di crisi economica e fu etichettata come "il malato d'Europa", questo appellativo ha continuato a circolare e ad essere assegnato, di quando in quando, a uno o più Paesi in difficoltà. Oggi che a contendersi il titolo sono le due economie principali dell'Eurozona, Germania e Francia, e la Gran Bretagna, a sua volta impantanata in una serie di problemi economici e politici in parte autoinflitti con la scelta della Brexit, l'intero Vecchio Continente è un candidato al ruolo di "malato del mondo". Va da sé che, in una situazione del genere, le aspettative degli investitori siano basse e in netto contrasto con la percezione di un "eccezionalismo" statunitense che sembra molto dura da scalfire.

Tra i vari modi in cui si può notare la differenza tra la considerazione di cui godono gli Stati Uniti e l'Europa, uno dei più semplici è osservare il differenziale di valutazioni azionarie tra l'indice MSCI Europe e lo Standard & Poor's 500 per gli USA. Gli Stati Uniti trattano ad un ampio premio sia rispetto all'Europa, sia rispetto alla media del loro rapporto prezzo/utili degli ultimi 24 anni (grafico 1). Il grafico 2 mostra come sullo stesso orizzonte temporale lo sconto valutativo dell'indice MSCI Europe rispetto all'S&P 500 non sia mai stato ampio come oggi.

Grafico 1: Multipli P/E¹ di S&P 500 e MSCI Europe

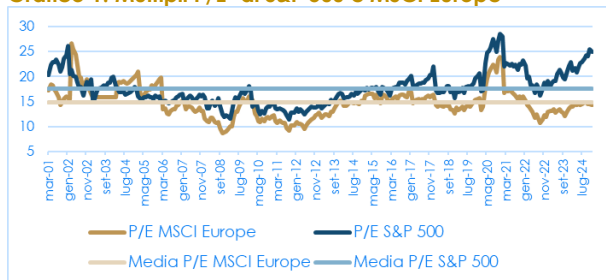


Grafico 2: Sconto valutativo² MSCI Europe rispetto a S&P 500



Esistono valide ragioni per questa differenza. Ad esempio, se ci si vuole mantenere nell'ambito dei mercati azionari, è noto quanto gli utili che le aziende realizzano e la loro crescita continuo per gli investitori, che poi premiano i titoli e gli indici con valutazioni più ricche. Da questo punto di vista, come mostrano i grafici 3 e 4, il confronto USA – Europa è impietoso. L'indice MSCI Europe ha fatto registrare una crescita degli utili di meno della metà rispetto allo Standard & Poor's 500. E, come se ciò non bastasse, con una volatilità nella capacità di generare gli utili (che in parte potrebbe dipendere anche dalla diversa composizione settoriale degli indici) molto superiore in Europa. Una combinazione che non può non incidere sfavorevolmente sulle valutazioni.

Grafico 3: Utili realizzati³ S&P 500 e MSCI Europe, 1998-2024

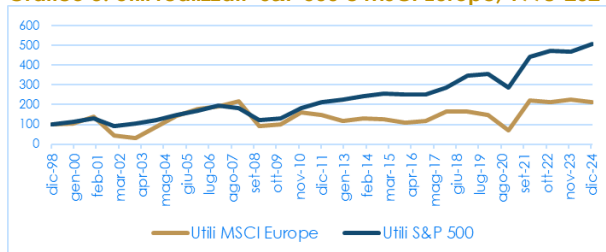
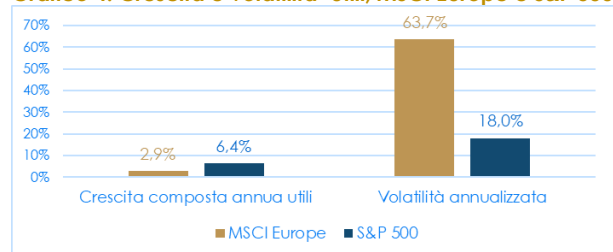


Grafico 4: Crescita e volatilità⁴ utili, MSCI Europe e S&P 500



Oltre alle differenze microeconomiche, che riguardano i fondamentali delle aziende e il modo in cui sono accolti dal mercato, vi sono aspetti macroeconomici e relativi all'architettura istituzionale che possono riverberarsi in aspettative più o meno favorevoli e in diversi livelli di alcune variabili di rilievo per le valutazioni azionarie. Tra queste, i rendimenti dei titoli di Stato hanno un peso particolarmente elevato. Ma prima di affrontare questo tema, è opportuno dedicare qualche riga ad alcune questioni strutturali aperte per il Vecchio Continente.

I problemi dell'Europa

L'Europa si trova in una fase storica particolare. Innanzitutto, a ricordare che i quasi otto decenni di pace (a patto di sorvolare sui conflitti nell'area dei Balcani) di cui il continente nel suo complesso, e soprattutto nei suoi

T con Zero

La seconda generazione

N. 32 – GENNAIO 2025

Paesi principali, ha beneficiato dopo la seconda guerra mondiale siano stati un'eccezione, piuttosto che una regola, nella storia europea, ci sono due conflitti armati terrestri di grande rilevanza che si stanno svolgendo ai suoi confini: quello iniziato con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e quello tra Israele e Hamas, per il quale finalmente sembra che si siano raggiunte le condizioni per una tregua. La guerra ricorda anche come l'Europa abbia investito meno di quanto avrebbe dovuto nella difesa, sia in termini di impegni con la NATO, sia in termini di ciò che potrebbe servire in caso di conflitto. L'elezione di Donald Trump come 47esimo Presidente degli Stati Uniti potrebbe mettere pressione all'Europa per fare di più in questo senso.

Da un punto di vista politico, il Vecchio Continente sta vivendo una conflittualità interna ai diversi Paesi sempre più difficile da contenere. Nonostante i riflessi positivi di un'economia globale in crescita e un mercato del lavoro tonico, inflazione e diseguaglianze crescenti hanno creato tensioni economico-sociali sempre più difficili da gestire. L'introduzione di progetti pluriennali di trasformazione economica, e forse anche culturale - ad esempio quelli relativi alla transizione ecologica, che hanno avuto un impatto pesante su alcune filiere industriali che hanno storicamente rappresentato pilastri dell'economia europea, come quella dell'automobile - ha esacerbato queste situazioni, accrescendo la percezione di insicurezza economica di ampie fasce della popolazione. Le tensioni legate alla gestione dei flussi migratori, in un continente in chiaro declino demografico, possono avere contribuito a un ripiegamento di molti Paesi su sé stessi, alla ricerca di risposte alle domande pressanti al proprio interno e in un atteggiamento di maggiore chiusura e isolamento, piuttosto che a livello europeo. Ciò può rendere più complicata la ricerca di soluzioni individuali a problemi le cui radici spesso travalicano i confini nazionali. Il successo, Brexit inclusa, che da ormai almeno dieci anni formazioni politiche di stampo populista e sovranista ottengono alle elezioni - e che, soprattutto in Europa continentale, non può essere gestito dagli avversari con tentativi approssimativi di costituire coalizioni fragili che abbiano sostanzialmente il solo scopo di escludere i partiti nazionalisti dal governo - può essere in parte anche il risultato dell'assommarsi di questi problemi.

Per chiudere l'elenco, ma non meno importanti, bisogna menzionare le debolezze istituzionali dell'Eurozona, che esistono dalla sua nascita e che sono state affrontate parzialmente e lentamente, solo per quanto riguarda l'unione bancaria, dopo la Grande Crisi Finanziaria del 2008, e le differenze culturali, rilevanti per Paesi che condividono la politica monetaria, che sono emerse in più occasioni tra il nord del continente, più "frugale", e i Paesi mediterranei, esposti a questioni, anche concrete, diverse, e meno fiscalmente disciplinati.

L'Europa corre anche il rischio di non avere tutti gli strumenti per affrontare alcune delle difficoltà attuali, che mettono in discussione il modello prevalente per oltre trent'anni, di economia e guida politica a trazione tedesca, e che è stato l'unico paradigma che almeno una, ma forse due generazioni di politici, imprenditori, giornalisti, accademici, banchieri, hanno conosciuto. È possibile che una Germania in difficoltà economica e attraversata da tensioni interne, con una finanza pubblica molto più in ordine di altri Paesi, reagisca in modo tradizionale. Cioè agisca sulla leva della spesa pubblica a beneficio di settori industriali comunque a rischio di accumulare ritardi nella competizione globale, come quello automobilistico. Così facendo, però, si potrebbero dissipare risorse e tempo preziosi.

Le possibilità dell'Europa, nella realtà quotidiana e nei mercati azionari

Le criticità dell'Europa elencate nel paragrafo precedente, con la potenziale parziale eccezione dell'ultima, sono ben note agli osservatori e agli investitori, quindi dovrebbero essere almeno in parte già incorporate nei prezzi, nelle valutazioni e nelle aspettative di mercato. Questo ci porta ai prossimi due passaggi.

Il primo riguarda la politica e la realtà quotidiana. L'Europa, intesa come istituzione unitaria multinazionale, si è già trovata in situazioni critiche in passato e, di fronte a un pericolo potenzialmente esistenziale (i cinici direbbero: quando si trova con le spalle al muro) ha dimostrato di saper raggiungere accordi e mobilitare risorse per uscire dall'emergenza. Il piano Next Generation EU, messo a punto durante la pandemia di Covid-19, è un caso emblematico. In tempi stretti l'Unione Europea è riuscita a mobilitare risorse ingenti, in modo mirato, con una prospettiva di ampio respiro e di lungo termine. Vi sono quindi precedenti significativi che potrebbero essere interpretati come a favore di una possibile reazione del Vecchio Continente.

Il secondo è che, se la percezione nei confronti dell'Europa cambiasse, la reazione dei mercati azionari potrebbe essere positiva, anche per ragioni tecniche. Il fatto che le aspettative siano basse, infatti, ha contribuito a contenere i multipli di valutazione. Non si può dire che l'Europa sia a buon mercato rispetto alla propria storia: il grafico 1 mostra che il suo multiplo prezzo/utili è sostanzialmente in linea con la media storica, ma esibisce senz'altro valutazioni più attraenti degli USA, che invece godono di aspettative molto positive.

Passi in avanti concreti nella soluzione dei problemi che affliggono l'Europa, che conducessero a una migliore percezione degli investitori, potrebbero riflettersi in rendimenti governativi o premi per il rischio azionario⁵ più

T con Zero

La seconda generazione

N. 32 – GENNAIO 2025

bassi. Inoltre, un'Europa che affrontasse e magari superasse alcune delle sfide di oggi potrebbe costituire anche un ambiente più favorevole per le aziende, che potrebbero crescere di più e generare maggiori profitti. Una situazione di questo tipo potrebbe produrre effetti molto interessanti, poiché lo scetticismo e l'interazione tra i numeri di oggi creano una potenziale asimmetria favorevole agli investitori. Evoluzioni positive che portassero a una riduzione dei rendimenti obbligazionari a 10 anni europei o del premio per il rischio azionario, o ad un aumento del tasso di crescita degli utili aziendali, provocherebbero un'espansione del multiplo prezzo/utili molto maggiore della contrazione a cui variazioni nelle medesime variabili della stessa dimensione, ma di segno opposto, porterebbero. I grafici 5-7 mostrano chiaramente questo effetto.

Grafico 5: Sensibilità del P/E dell'MSCI Europe a variazioni della crescita degli utili per azione

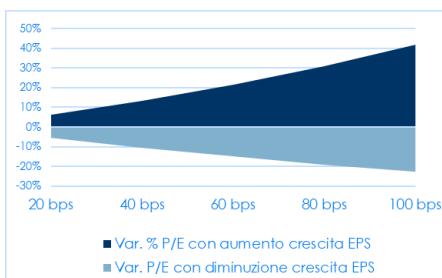


Grafico 6: Sensibilità P/E MSCI Europe a variazioni di rendimenti obbligazionari o premio al rischio

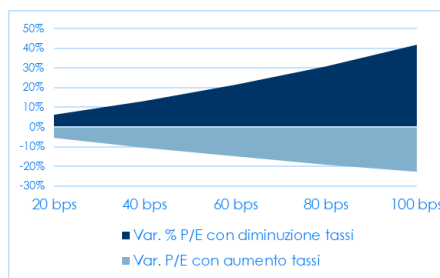
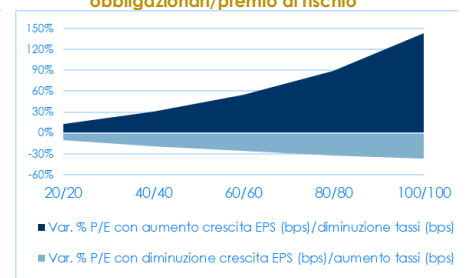


Grafico 7: Sensibilità P/E MSCI Europe a variazioni congiunte di crescita utili e rendimenti obbligazionari/premio al rischio



Quindi, per esempio, un cambiamento di contesto che favorisse la crescita degli utili non solo potrebbe aiutare le aziende a generare maggiori profitti, ma potrebbe anche contribuire a far sì che il mercato valorizzasse di più quegli utili più alti: un duplice effetto positivo.

Con i possibili cambiamenti di approccio degli Stati Uniti, per l'Europa si aprono sfide aggiuntive, ma anche uno spazio di manovra significativo nello scenario globale per ritrovare un'identità oggi forse in parte smarrita. L'Unione potrebbe coordinare i diversi Paesi nello sfruttare la leva dei possibili investimenti in progetti strategici di lungo periodo in infrastrutture, difesa, transizione energetica, digitalizzazione, sanità, e affrontare con successo le serie questioni che la demografia, alcune dinamiche economiche, la finanza pubblica e il contesto politico-sociale pongono.

Si tratta di sfide impegnative e la sensazione diffusa tra chi osserva il Vecchio Continente sembrerebbe essere che la sua classe dirigente e la popolazione potrebbero non essere in grado di superarle. Una percezione che inevitabilmente negli ultimi anni si è riverberata, almeno in parte, sui mercati azionari.

Non solo le aspettative basse rendono possibili sorprese positive, ma i mercati azionari europei potrebbero rivelarsi più reattivi alle sorprese positive che a quelle negative. Per un investitore, potrebbe trattarsi di una posizione potenzialmente piuttosto favorevole in cui trovarsi.

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



T con Zero

La seconda generazione

N. 32 – GENNAIO 2025

Note e riferimenti

- 1: Rapporto tra prezzo dell'indice e stime di consenso per gli utili attesi nei 12 mesi successivi, 2001-2024.
- 2: Differenza tra multiplo P/E del MSCI Europe e dell'S&P 500 in rapporto alla valutazione dell'S&P 500, 2001-2024.
- 3: Utili realizzati nei 12 mesi precedenti dalle aziende che compongono ciascun indice, calcolati alla fine di ogni mese, 1998-2024.
- 4: Tasso di crescita annuo composto degli utili effettivamente realizzati per ciascun indice, 1998-2024, e volatilità delle variazioni annuali degli utili realizzati, 1998-2024.
- 5: Si intende per premio per il rischio il differenziale tra il rendimento di un'attività finanziaria rischiosa, ad esempio un indice azionario di un Paese, e un'attività di riferimento ritenuta non rischiosa, ad esempio i titoli di Stato a 10 anni dello stesso Paese. La scadenza a 10 anni è comunemente usata per le azioni, che sono investimenti con un orizzonte temporale lungo.

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, Preajin, 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 31 dicembre 1998 al 31 dicembre 2024 incluso.

Perché 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.