



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Valutazioni azionarie, fondamentali e crescita



T con Zero

La seconda generazione

N.42 - DICEMBRE 2025

Valutazioni azionarie, fondamentali e crescita

Don't believe in excess, success is to give / don't believe in riches but you should see where I live (U2)

Uno dei temi più ricorrenti tra gli investitori, da molti mesi a questa parte, riguarda le valutazioni azionarie. Sono numerosi i dubbi sul fatto che le valutazioni possano essere diventate anche *troppo* elevate, dopo una fase di *bull market*, di mercato-toro rialzista molto prolungata, sostenuta da una tendenza positiva che dura ancora. *T con Zero* si è già occupato il mese scorso¹ della questione delle bolle speculative (che al momento non sembrerebbero particolarmente plausibili) e di ciò che è venuto dopo. In chiusura d'anno, e avvicinandosi al 2026, può avere senso rispolverare alcuni concetti di base che legano, almeno nel medio-lungo periodo, i fondamentali all'andamento dei mercati azionari e alle valutazioni.

Gli utili guidano? Nonostante le perplessità che talvolta possono emergere, sembra proprio di sì.

Si può iniziare da un punto fermo: alcune valutazioni sono alte, per esempio negli Stati Uniti. Ci sono pochi dubbi su questo. La questione che potrebbe avere più senso analizzare è se vi siano elementi fondamentali che spieghino come i mercati azionari siano giunti a certi livelli di valutazione, con un andamento rialzista molto pronunciato e persistente soprattutto negli ultimi anni. In altri termini, acclarato che *quantitativamente* alcuni mercati azionari siano piuttosto cari, si cerca di capire se si possano trovare ragioni che, da un punto di vista *qualitativo*, possano rendere, se non sostenibili, almeno spiegabili, le valutazioni dei listini.

Il primo e più importante di questi elementi è nominato spesso, ma altrettanto spesso trascurato, perché viene dato per scontato: la capacità delle aziende che compongono gli indici di generare utili. I grafici 1-4 che seguono mostrano come l'andamento degli utili effettivamente realizzati² dal 1998 (in modo da avere lo stesso periodo coperto per tutti gli indici MSCI osservati) abbia di fatto trainato la performance delle borse, o quantomeno abbia palesato una relazione stretta con l'effettivo andamento dell'indice azionario. Gli Stati Uniti, che sono il mercato con le valutazioni più alte, sono quelli la cui performance borsistica è stata più vicina, e più a lungo, all'andamento degli utili, ma è notevole come questo fenomeno si ripeta nei Paesi avanzati. La distanza tra dinamica degli utili e della borsa è invece maggiore nei Paesi emergenti, che trattano a valutazioni inferiori.

Grafico 1: Utili per azione² e andamento dell'indice MSCI USA, 1998-2025

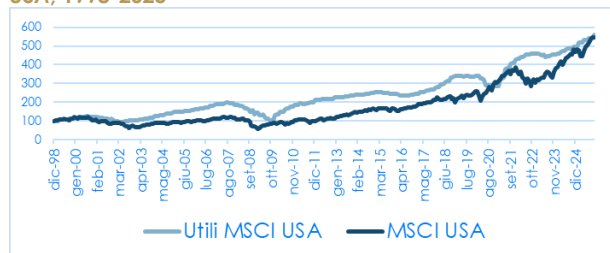


Grafico 2: Utili per azione² e andamento dell'indice MSCI Europe, 1998-2025

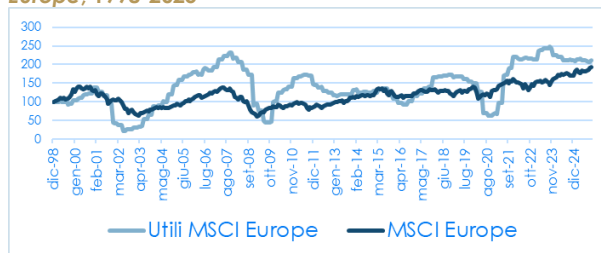


Grafico 3: Utili per azione² e andamento dell'indice MSCI World, 1998-2025

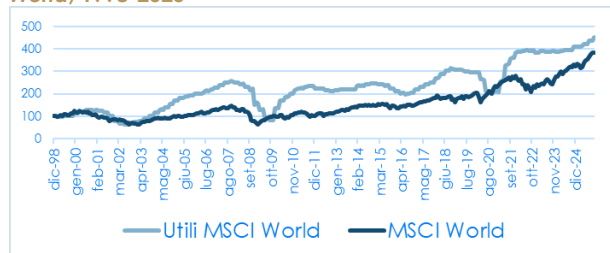
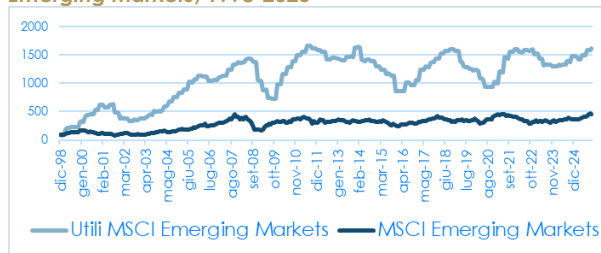


Grafico 4: Utili per azione² e andamento dell'indice MSCI Emerging Markets, 1998-2025



T con Zero

La seconda generazione

N.42 - DICEMBRE 2025

La crescita fornisce un contributo molto importante e non lineare alle valutazioni

Una seconda considerazione, essenziale per comprendere il verificarsi di alcuni fenomeni come la dominanza, dal punto di vista della capitalizzazione di mercato, di alcune società come le "Magnifiche 7" (un insieme più esteso rispetto ai FANG/FAANG³ di più o meno cinque anni fa), è l'effetto che una crescita molto forte e sostenuta per un periodo prolungato può avere sulle valutazioni, e di conseguenza sul valore di mercato delle aziende. Si sente parlare spesso di mercati o titoli "cari", perché hanno multipli elevati. Meno spesso, chi ne parla sa che i multipli sintetizzano relazioni semplici tra alcune variabili. È cruciale conoscerle per poter capire se le

valutazioni di certe aziende rappresentino un possibile eccesso, o un atto di grande fiducia nelle prospettive future, o se invece trovino un fondamento razionale che le possa spiegare e, almeno in parte, giustificare.

Il rapporto prezzo/utigli, o P/E, probabilmente il multiplo più celebre e utilizzato, sintetizza la relazione tra tre variabili: 1) la frazione di utigli che le aziende (o gli indici azionari aggregati) distribuiscono agli azionisti, ad esempio sotto forma di dividendi; 2) il costo del capitale; 3) il tasso di crescita degli utigli, tipicamente di medio-lungo termine. A parità delle prime due variabili, il P/E aumenta quando aumenta il tasso di crescita degli utigli.

Formalmente, la formula è la seguente:

$$P/E = \frac{\text{Frazione di utigli distribuita}}{\text{Costo del capitale} - \text{Tasso di crescita degli utigli}}$$

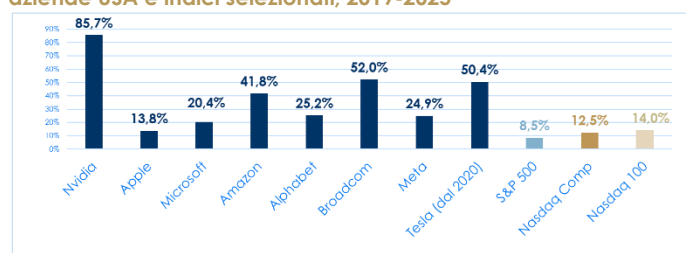
Come si vede nel grafico 5, la relazione non è lineare: il multiplo si espande sempre più velocemente quanto più il tasso di crescita degli utigli sale.

Il grafico 6 mostra come le "magnifiche 7"

Grafico 5: Esempio di sensitività del multiplo prezzo/utigli (P/E) al tasso di crescita degli utigli



Grafico 6: Tasso di crescita annuo composto degli utigli di alcune aziende USA e indici selezionati, 2019-2025



abbiano avuto, negli ultimi anni, tassi di crescita degli utigli molto superiori agli indici⁴. Nvidia ha dominato tutti dal punto di vista della crescita negli ultimi 5-6 anni, con un distacco impressionante. Anche le altre società, tuttavia, hanno fatto registrare tassi di crescita dei profitti decisamente notevoli per aziende di dimensioni già enormi. Alla luce di quanto spiegato prima, si può intuire per quale ragione le valutazioni di tali società siano salite molto. E si può altrettanto facilmente intuire come, per il futuro, la questione diventi valutare quanto una crescita così elevata possa essere sostenibile. La storia insegna che periodi di crescita molto superiore alla media possono durare a lungo, ma non per sempre.

Conclusioni: la forza di attrazione delle medie di lungo periodo delle valutazioni e le prospettive per il 2026

Le valutazioni dei mercati azionari hanno dimostrato di possedere una caratteristica importante: nel lungo termine tendono a oscillare intorno alle loro medie storiche. Ciò significa che, quando ci si trova di fronte a scostamenti significativi, verso l'alto o verso il basso, è lecito attendersi che, prima o poi, possa verificarsi un fenomeno di convergenza verso la media. Non ci sono criteri né riferimenti precisi che l'analisi storica possa fornire in merito a quale dimensione o durata degli scostamenti possa costituire un fattore scatenante per il ritorno (anche noto come regressione) verso la media storica. Alcuni casi di allontanamenti dalla media particolarmente ampi e prolungati hanno rappresentato esempi di situazioni in cui ha trovato applicazione una famosa massima di Keynes, che chi si occupa di investimenti dovrebbe sempre tenere a mente: *i mercati possono mantenersi irrazionali più a lungo di quanto tu possa mantenerli solvibile*.

I grafici 7-10 seguenti mostrano l'andamento del rapporto prezzo/utigli dei quattro indici utilizzati in questo T con Zero, MSCI USA, MSCI Europe, MSCI World e MSCI Emerging Markets, rispetto alla loro media storica nel periodo 1998-2025. I multipli sono stati calcolati inserendo al denominatore, alla fine di ogni mese, il valore degli utigli effettivamente realizzati dalle aziende nei dodici mesi precedenti², in coerenza con i grafici 1-4 della prima parte (relazione tra andamento degli utigli e degli indici azionari). Questo per basare considerazioni e analisi storiche su

T con Zero

La seconda generazione

N.42 - DICEMBRE 2025

dati effettivi, più stabili delle stime degli analisti, anche se la versione più comunemente usata del P/E è quella che divide il prezzo di mercato per le stime di utili dell'anno successivo.

Si può osservare come l'immagine cambi a seconda dell'indice: *MSCI USA* e *MSCI World* (nel quale gli Stati Uniti sono l'area geografica preponderante) si trovano al di sopra della media storica, l'*MSCI Emerging Markets* se ne discosta poco, ma positivamente, mentre l'indice *MSCI Europe* è scambiato a un multiplo in linea con la media storica. Anche dal grafico 7 emerge come il P/E della borsa USA appaia elevato in prospettiva di lungo termine: solo prima della bolla del 2000 e a inizio 2021 le valutazioni (sulla base degli utili effettivamente realizzati nei dodici mesi precedenti) sono state più alte di oggi.

Grafico 7: Multiplo prezzo/utigli dell'indice MSCI USA e confronto con la sua media storica, 1998-2025

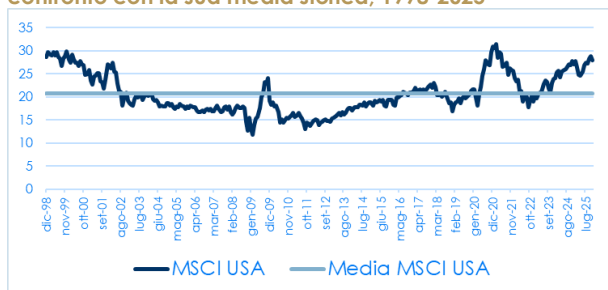


Grafico 8: Multiplo prezzo/utigli dell'indice MSCI Europe e confronto con la sua media storica, 1998-2025

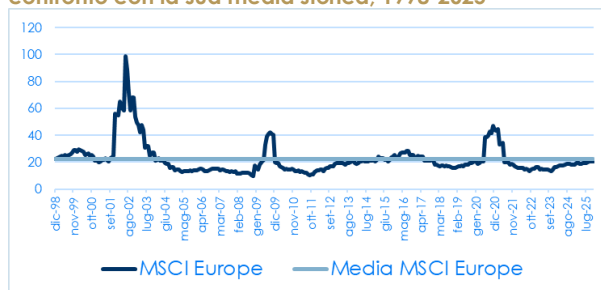


Grafico 9: Multiplo prezzo/utigli dell'indice MSCI World e confronto con la sua media storica, 1998-2025

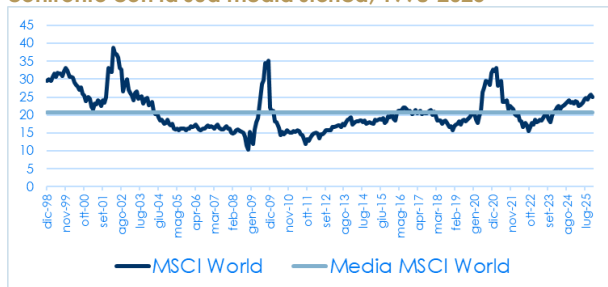
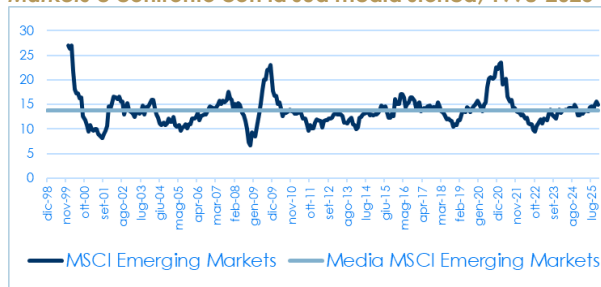


Grafico 10: Multiplo prezzo/utigli dell'indice MSCI Emerging Markets e confronto con la sua media storica, 1998-2025



Avviandosi verso un nuovo anno, è opportuno che gli investitori siano consapevoli della "meccanica" delle valutazioni e delle relazioni tra elementi fondamentali e finanziari che i multipli sintetizzano, perché può essere utile per farsi un'idea degli scenari che potrebbero presentarsi sui mercati.

L'interpretazione proposta da *T con Zero* è che la performance di un investimento azionario si possa scomporre in due elementi principali: l'andamento degli utili e l'evoluzione delle valutazioni. A questi si aggiunge l'eventuale restituzione di cassa agli azionisti, ad esempio tramite dividendi o riacquisto di azioni proprie da parte delle società. Si è avuto modo di illustrare, in questa nota e nella precedente¹, come la crescita degli utili, che potrebbe essere ancora positiva e in alcuni casi corposa anche nel 2026 (e magari oltre), sia differente per i vari mercati, in un quadro macroeconomico di riferimento di moderata espansione.

La componente delle valutazioni potrebbe, per qualche indice, giocare a sfavore, ma non ci sono indicazioni su quando un vento contrario, sotto forma di compressione dei multipli, potrebbe contrastare la forza positiva della crescita. Può accadere, com'è successo in passato, che valutazioni superiori alla media possano durare per periodi estesi. Cercare di capire quando e in quale misura l'eventuale ridimensionamento potrebbe avere luogo è un esercizio con cui ci si può cimentare, ma con probabilità di successo in genere limitate, e quindi di dubbia utilità.

Un messaggio più importante, invece, è che, qualora un ridimensionamento anche sostanziale delle valutazioni avesse luogo, gli investitori potrebbero approfittarne, come opportunità per accumulare esposizione alle borse. A quel punto dovrebbero concentrarsi sull'analisi del potenziale di crescita degli utili di medio-lungo periodo, al fine di orientare verso le aree geografiche e settori ritenuti più promettenti la costruzione delle proprie posizioni azionarie in un portafoglio diversificato.

T con Zero

La seconda generazione

N.42 - DICEMBRE 2025

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

Note e riferimenti

La citazione di apertura è tratta dalla canzone *God Part II*, contenuta nell'album *Rattle and Hum* degli U2, 1988.

1: Si veda *T con Zero* n. 41, *Blocchi logici, scoppi di bolle e domande frequenti*, novembre 2025.

2: Si usano le serie storiche, pubblicate con cadenza mensile, degli utili per azione realizzati nei 12 mesi precedenti (*trailing 12 months*) dai vari indici azionari. Nella fattispecie MSCI USA, MSCI Europe, MSCI World (per i Paesi avanzati) e MSCI Emerging Markets.

3: FANG è l'acronimo di Facebook, Amazon, Netflix e Google (nonostante il nome della società-madre di Google sia cambiato in Alphabet). FAANG aggiunge Apple alle quattro aziende FANG. Si tratta delle antesignane delle "magnifiche 7"

4: Si è calcolato il tasso di crescita annuo composto (CAGR) degli utili. In realtà, come si vede, Apple ha avuto una crescita degli utili superiore a S&P 500 e Nasdaq Composite, ma molto vicina al Nasdaq 100, la versione del Nasdaq concentrata nelle 100 aziende a capitalizzazione maggiore. Va sottolineato che Apple, rispetto alle altre aziende del campione, ha un business più maturo.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking e dell'autore su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 30 novembre 2025.

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 presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. 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 Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB 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, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING