

Artoni (Impact sgr): multipli depressi? Colpa dello strapotere Usa

di Marco Capponi

Attenzione al lato oscuro dei saldi. Se in un negozio la merce rimane scontata tutto l'anno e non viene mai offerta a prezzo pieno, forse c'è un problema strutturale che l'esercente sta cercando di nascondere con offerte (troppo) generose. Vale lo stesso principio, fuor di metafora, anche per i mercati azionari europei. Italia in primis. «C'è un divario di valutazioni tra Europa e Usa a livelli mai visti: di fatto l'Europa tratta ad un p/e che è la metà di quello americano», commenta Fausto Artoni, presidente di Impact sgr e storico gestore specializzato su Piazza Affari. Che ha una teoria: i multipli sono così depressi perché non c'è mai stato uno strapotere finanziario degli Usa grande come quello di oggi.

Domanda. Perché in Italia e in Europa vediamo così tanti sconti?

Risposta. Trovare giustificazione di questi multipli così depressi è difficile, ma credo dipendano anche dai flussi finanziari. Il mercato Usa pesa per il 70% dell'Msci World: qualsiasi asset allocation venga fatta nel mondo converge in grandissima parte verso gli Usa. E non dimentichiamo che l'Europa delega gran parte del suo risparmio ai gestori americani.

D. L'elezione di Donald Trump negli Usa può essere una miccia ulterio-

re?

R. Trump ha vinto le elezioni al motto Make America Great Again: un motto che riguarda la classe media, perché a livello finanziario gli Stati Uniti non sono mai stati così forti nella storia. Questo sia per i flussi sia per il quasi-monopolio della tecnologia, che nel 2024 è in un certo senso la nuova versione dell'imperialismo. Il governo americano garantisce il dominio tecnologico delegandolo ad aziende private. Un esempio su tutti: a Elon Musk è stata data delega totale per controllare le attività satellitari degli Usa sia dai Repubblicani che dai Democratici.

D. In questo contesto le valutazioni sono ai minimi. Come è messa l'Italia?

R. All'interno dell'Europa, già di per sé a forte sconto, l'Italia lo è ancora di più. Le società leader quotate raramente superano il rapporto prezzo-utili attesi di 10 volte, anche dopo le trimestrali di fine settembre. Sul Ftse Mib, va però ricordato, c'è una componente finanziaria che si avvicina al 40% dell'indice e le principali banche trattano a 6-7 volte gli utili, con divi-

dend yield previsti molto alti. Quindi le attese di ritorni per gli azionisti rimangono sostenute anche in un contesto di parziale riduzione dei tassi. Discorso simile vale per le utility: Enel, ad esempio, tratta a 10 volte gli utili, ha messo un flow sul dividendo previsto per i prossimi tre anni di 46 centesimi, quindi con uno yield del 7%, e ha appena presentato un piano industriale convincente.

D. Fino a qui tutto bene. Ma ci sono settori che possono soffrire nei prossimi mesi?

R. Negli ultimi mesi abbiamo visto, in Italia come in Europa, correzioni importanti nei settori più ciclici: chip, lusso, auto, industria. Questo perché il ciclo economico è rallentato e ora le società stanno affrontando una fase di de-stocking che incide sui margini.

D. In che senso?

R. Siamo usciti dalla pandemia con l'esigenza di ricreare i magazzini e questo ha fatto decollare gli utili nel 2021 e nel 2022. Oggi la situazione si è invertita: gli stock vanno ridotti, anche perché l'econo-

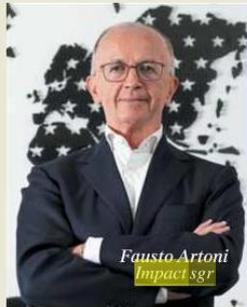
mia ha frenato. È possibile che la debolezza dei settori ciclici possa durare ancora per un trimestre o due. Dopo la domanda potrebbe riprendere, purché non ci sia recessione. Il faro del 2025, di fatto, è puntato sui titoli ciclici, in primis auto e aziende dei chip come Stm e Infineon. Non dimentichiamo che questi titoli dovranno agire in un contesto globale in cui ci sarà l'insediamento dell'amministrazione Trump, con l'incognita dazi che porta con sé.

D. Qual è la possibile soluzione al problema dei multipli depressi?

R. Un parziale vantaggio l'anno prossimo lo potrebbe dare forse un dollaro più forte, ma la minaccia dei dazi al contempo esiste e il suo impatto potrebbe controbilanciare quello della valuta. Quello che auspichiamo di vedere al più presto è una reazione dell'Europa: serve un'unità maggiore nei mercati finanziari e non solo, come peraltro messo in luce nel Rapporto Draghi. A mio avviso l'imperativo categorico oggi per l'Europa è cercare di fare qualcosa che colmi il gap nell'innovazione tecnologica.

D. Altrimenti?

R. Altrimenti gli sconti di oggi, o meglio i multipli depressi, potrebbero diventare un fattore fisiologico delle borse europee. Un problema davvero complesso da risolvere. (riproduzione riservata)



Fausto Artoni
Impact sgr

