

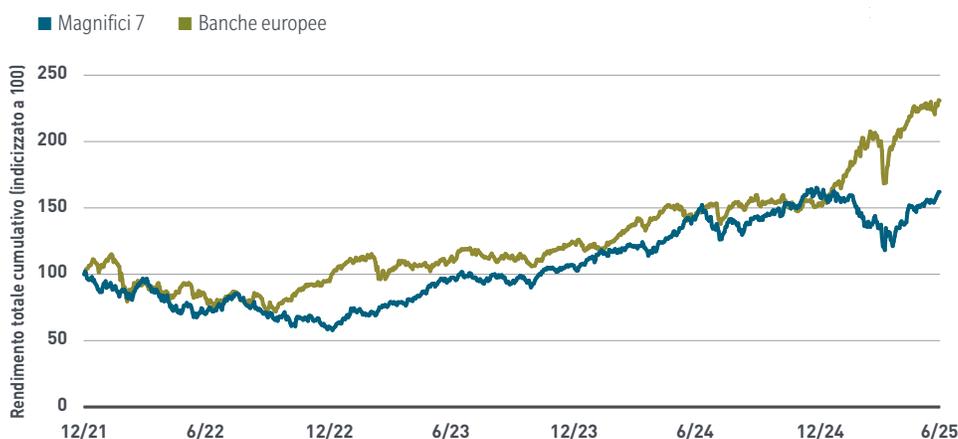
WHITE PAPER / LUGLIO 2025

Oltre gli utili: valutare le banche di diverse aree geografiche in un contesto caratterizzato da tassi più elevati

Un nuovo settore leader all'estero

Non sorprende che dalla crisi finanziaria globale al Covid-19 i mercati bancari non statunitensi abbiano registrato rendimenti esigui. Si è trattato di un periodo caratterizzato da tassi d'interesse bassi (in alcuni casi negativi) e da un contesto normativo oneroso: un ambiente in cui generare rendimenti per gli azionisti era un'impresa a dir poco ardua per le banche. Ma dalla fine del 2021, con il radicamento dell'inflazione nelle economie e il passaggio da un regime di tassi bassi a uno di tassi più elevati, abbiamo assistito a performance solide da parte delle banche, in particolare quelle europee, che hanno sovraperformato persino i Magnifici Sette, un gruppo di titoli che ha dominato a lungo l'attenzione dei media e l'andamento dei mercati.

Figura 1: I titoli bancari europei sovraperformano i Magnifici Sette



Fonte: FactSet Portfolio Analysis. Dati giornalieri dal 31 dicembre 2021 al 30 giugno 2025. Magnifici Sette = Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla. Banche europee = MSCI Europe Banks Index. I rendimenti dei Magnifici Sette sono lordi e in USD. I rendimenti delle banche europee sono netti e in USD.

Affrontare questo potenziale cambio di paradigma

A fine 2023, mentre il mondo finanziario si adeguava a un regime di tassi d'interesse più elevati che, a nostro avviso, sembra destinato a permanere, il nostro team specializzato nel settore finanziario globale ha individuato un'opportunità unica, implementata a giugno 2024, sfruttando la nostra piattaforma d'investimento globale integrata per sbloccare valore nel settore bancario. Viste le dinamiche mutevoli e la necessità cruciale di chiarezza nel mezzo della complessità, abbiamo fatto leva sulla nostra esperienza collettiva per sviluppare il Quadro di riferimento per il raffronto delle banche globali – uno strumento potente concepito per promuovere coerenza nell'analisi, stimolare la discussione e il dibattito e, in particolare, favorire una più ampia esposizione alle banche all'interno della società, continuando a garantire che le strategie dei nostri analisti rimangano focalizzate sul mantenimento dei titoli più convincenti.

AUTORI



SHANTI DAS-WERMES
Equity Portfolio Manager



PAUL CENTAURO, CFA
Senior Strategist
Investment Product
Specialist

Oltre gli utili: valutare le banche di diverse aree geografiche in un contesto caratterizzato da tassi più elevati

Le banche sono entità intrinsecamente complesse, che differiscono significativamente nei singoli paesi e regioni per via di fattori quali il coinvolgimento dei governi, i contesti normativi, i profili e i requisiti creditizi e le strutture di gestione. Questa complessità è accentuata dai cambiamenti normativi, che rende indispensabile il possesso di conoscenze dettagliate e di strumenti per confrontare le banche di più giurisdizioni. A differenza delle aziende di beni di prima necessità o di beni strumentali, le banche richiedono analisi attentamente calibrate, poiché le loro strutture e operazioni non sono facilmente comparabili.

Ad esempio, le recenti modifiche al Supplementary Leverage Ratio (SLR) negli Stati Uniti fanno capire come i cambiamenti normativi possano avere un impatto significativo sull'attrattività delle banche sia rispetto a quelle di un'altra regione che all'interno di una stessa area geografica. Le modifiche apportate all'SLR hanno cambiato i requisiti patrimoniali delle banche statunitensi, rimodellando il loro panorama competitivo rispetto alle banche presenti in altre parti del mondo. Ciò rende ancor più importante comprendere in che modo i cambiamenti normativi influenzino il fabbisogno di capitale e i rendimenti totali per gli azionisti su un orizzonte pluriennale.

Un argomento di discussione frequente nelle riunioni dei team del settore dei servizi finanziari sono state le difficoltà che incontrano gli specialisti non bancari quando cercano di confrontare le banche di regioni e paesi diversi. Pur disponendo di vari strumenti per agevolare questo processo, abbiamo sentito la necessità di un quadro più solido che aiutasse i gestori di portafoglio a superare la complessità delle differenze giurisdizionali, in particolare quando le modifiche normative si avvicinavano alla loro fase finale. È importante notare che questo quadro non si concentra solo sugli utili, poiché gli utili da soli non sempre si allineano ai rendimenti sul capitale. Piuttosto, consente ai gestori di portafoglio di adottare una visione olistica del rendimento totale per gli azionisti, permettendo agli investitori di confrontare le banche rispetto al loro universo investibile.

Ora che il settore bancario si accinge a beneficiare di fattori di supporto strutturali nel nuovo contesto macroeconomico, questa iniziativa ha permesso al nostro team di cogliere opportunità che potrebbero sfuggire ad altri osservatori.

Con il nuovo quadro di riferimento, il team di analisti si è posto tre obiettivi:

1

Valutare la gamma di possibili risultati e il profilo di rendimento a lungo termine delle banche di tutto il mondo, compresi i grandi istituti e i leader regionali di medie dimensioni.

2

Valutare il posizionamento attuale nelle banche nelle strategie gestite dagli analisti e garantire che il posizionamento sia adeguatamente comunicato al resto della piattaforma di investimento MFS.

3

Assicurarsi di detenere i titoli delle banche verso cui nutrivamo il maggior grado di convinzione – quelle con le maggiori probabilità di prosperare nel periodo a venire.

I principali input dell'esercizio sono stati i seguenti:

▪ **Fondamentali** — Confrontare le società su base comparabile

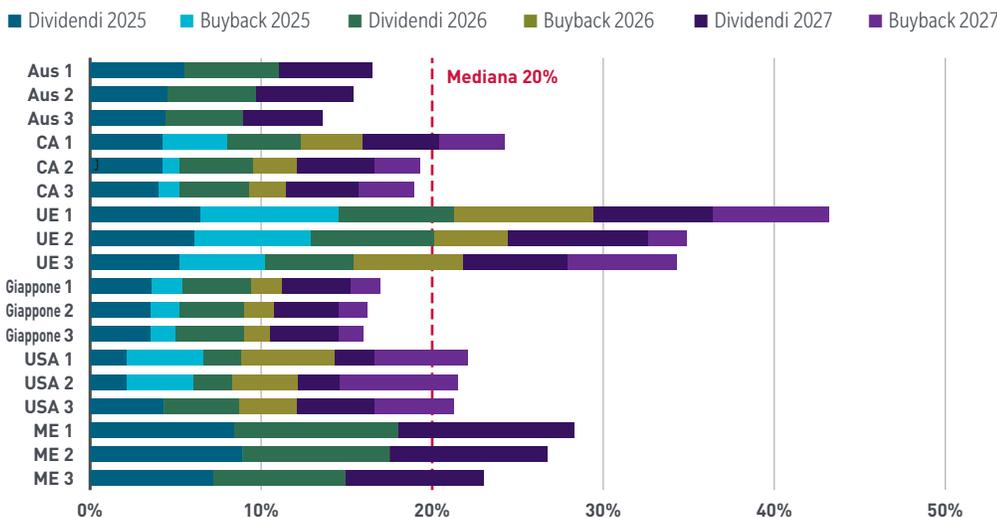
- Il team ha esaminato il Return on Tangible Equity (RoTE), suddiviso per regione, poiché si tratta generalmente di un indicatore di riferimento utilizzato per analizzare le società ad elevata intensità di capitale. Sebbene le previsioni di RoTE apparissero elevate a livello globale rispetto ai periodi successivi alla crisi finanziaria globale e al Covid, alcune banche, in particolare in Europa, mostravano un profilo di rendimento notevolmente migliorato. Alcune aree geografiche, inoltre, a prima vista sembravano interessanti ma dopo aver applicato quest'analisi sono apparse molto meno attraenti date le aspettative del team.
- Per confrontare banche con profili di crescita diversi, il team ha utilizzato il Free Capital Generation Yield (FCGY) come proxy del free cash flow, che tiene conto del fabbisogno di reinvestimento, delle modifiche normative e, in ultima analisi, del potenziale di distribuzione del capitale. Hanno ritenuto che in questo esercizio fosse più utile dell'earning yield, che a volte può fornire un'interpretazione incoerente. L'FCGY ha consentito di individuare diverse banche che si sono distinte sia nei mercati sviluppati sia in quelli emergenti.

Un argomento di discussione frequente nelle riunioni dei team del settore dei servizi finanziari sono state le difficoltà che incontrano gli specialisti non bancari quando cercano di confrontare le banche di regioni e paesi diversi

Oltre gli utili: valutare le banche di diverse aree geografiche in un contesto caratterizzato da tassi più elevati

- Nell'esaminare i rendimenti sul capitale, il team ha considerato una combinazione di dividendi e buyback. I buyback sono diventati una componente importante dei rendimenti sul capitale negli Stati Uniti e in Europa. Il team ha utilizzato le sue stime sulla redditività del capitale nei prossimi tre anni solari e le ha convertite in una percentuale dell'attuale capitalizzazione di mercato di una banca. In questo modo è arrivato a un dato unico e intuitivo che ha permesso di cogliere le differenze tra i metodi di remunerazione del capitale in tutto il mondo. Secondo gli analisti, le banche europee appaiono interessanti in quanto caratterizzate da un FCGY elevato e da una bassa crescita dei prestiti – elemento che offriva una certa assicurazione sul rischio di credito.

Figura 2: Stima dei rendimenti sul capitale cumulativi nel Quadro di riferimento per il raffronto delle banche



I buyback sono diventati una componente importante dei rendimenti sul capitale negli Stati Uniti e in Europa.

Fonte: Team d'investimento MFS. Il team ha utilizzato le sue stime nei prossimi tre anni solari e le ha convertite in una percentuale dell'attuale capitalizzazione di mercato di una banca. Per ogni regione sono indicate le prime 3 banche con i maggiori rendimenti sul capitale attesi. L'analisi del quadro di riferimento è stata condotta su un totale di 63 banche. Aus sta per Australia, CA per Canada, UE per Unione europea, Giappone per Giappone, USA per Stati Uniti e ME per mercati emergenti. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

- **Valutazione** – Per l'analisi basata sulle valutazioni, il team ha utilizzato i contributi di ogni analista, che sono stati poi confrontati e verificati dai vari membri per verificarne l'adeguatezza e la coerenza.
- **Gamma di risultati** – Gli analisti hanno valutato varie gamme di risultati relativi ai profili basati sul RoTE e sulla redditività del capitale utilizzando ipotesi interne coerenti sul reddito netto da interessi in diversi scenari di tassi d'interesse.
- **Resilienza** – L'esposizione delle banche al rischio di credito e la capacità di assorbimento delle perdite sono state valutate tenendo conto dei precedenti storici e delle esposizioni correnti.

Risultati dell'esercizio

Riteniamo che il Quadro di riferimento per il raffronto delle banche globali sia uno strumento proprietario che ha migliorato la nostra capacità di valutare i profili di rendimento futuri e le dinamiche rischio/rendimento delle banche a livello globale, aiutando al contempo i team di gestione dei portafogli a prendere decisioni più consapevoli e strategiche circa l'allocazione del capitale. L'esercizio iniziale ha aiutato a chiudere i sottopesi sulle banche nelle varie strategie gestite dagli analisti e a mantenere e rafforzare la convinzione in alcuni istituti europei all'interno della piattaforma. Inoltre, a seguito dell'analisi, un team di gestione del portafoglio che nel 2022 aveva un'esposizione bancaria molto ridotta e che successivamente l'aveva aumentata ha potuto avvalersi del quadro di riferimento per rivalutare le sue attuali posizioni bancarie. Sebbene le valutazioni delle banche giapponesi ed europee detenute fossero simili, l'analisi ha rivelato che le banche europee avevano strutture di mercato consolidate e un potenziale di rendimento del capitale più elevato. Sulla base di queste osservazioni, il team ha ridotto l'esposizione agli istituti giapponesi e ha spostato il capitale su nuove posizioni bancarie europee, rafforzando il suo grado di convinzione.

Questa iniziativa sottolinea la forza della piattaforma d'investimento globale integrata di MFS, che promuove la collaborazione tra le varie aree geografiche, fornisce analisi puntuali e assicura che i portafogli siano posizionati in modo da cogliere le opportunità più convincenti. Collegando le idee tra i vari mercati, puntiamo a generare una sovraperformance regolare in un panorama finanziario sempre più complesso. ▲

Le opinioni espresse in questo documento sono quelle di MFS e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Queste opinioni non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto del consulente. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da:

Stati Uniti – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; Membro del SIPC; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.à.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** – MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento. **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate:** Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** – Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.