



Lo stile *Value*: ancora una fonte di opportunità per il 2022?



Anthony Bailly

Gestore azioni europee



Vincent Iméneuraët

Gestore azioni europee

Il deterioramento della situazione sanitaria alla fine dell'anno ha oscurato la normalizzazione dei tassi avviata nel 2021

Due tematiche hanno animato i mercati nel 2021: l'inflazione e l'emergenza sanitaria. Ogniqualvolta che l'inflazione è tornata alla ribalta, spingendo i tassi al rialzo, il *value* ha sovraperformato. Così è stato nella prima parte dell'anno, o fino a metà maggio, con il *reflation trade* in pieno svolgimento, e poi di nuovo a settembre con l'annuncio del *tapering*. D'altra parte, però, ogni volta che il rischio sanitario si è fatto più severo (ad esempio, con la quarta ondata durante l'estate e la quinta in autunno), è stato lo stile *growth* a prevalere, portando ad una sovraperformance del *growth* sul *value* a fine novembre.

Nel mese di dicembre, le due tematiche si sono neutralizzate: la comparsa della variante Omicron ha rafforzato le preoccupazioni sanitarie, mentre la scomparsa dell'accezione "transitoria" dell'inflazione da parte della Fed ha segnato l'accelerazione della stretta monetaria annunciata a settembre. Infine, nonostante un mese di dicembre in cui lo stile *value* ha ripreso slancio favorevole, lo stile *growth* ha sovraperformato del 3,4%⁽¹⁾ nel 2021, in quanto gli investitori, temendo l'impatto di possibili misure restrittive a inizio anno sulla crescita economica del 2022, hanno favorito i titoli ad alta crescita.

Inflazione ed emergenza sanitaria: a che punto siamo?

Sul fronte sanitario, anche se la diffusione della variante Omicron continua a ritmo sostenuto in tutto il mondo, la sua minore pericolosità e l'alto tasso di vaccinazione nelle economie occidentali indicano che la situazione è controllabile, e che è possibile "vivere con il virus". Se non altro, questo è l'atteggiamento adottato dai mercati all'inizio dell'anno, che hanno chiaramente scelto di concentrarsi sui messaggi inviati dalle banche centrali. E, in particolare, quelli della Fed, i cui verbali pubblicati il 5 gennaio sono stati espliciti nel menzionare l'accelerazione del *tapering* e una riduzione del bilancio in anticipo rispetto alle aspettative.

Ciò si riflette nell'accelerazione del movimento iniziato a metà dicembre, caratterizzato da un aumento dei tassi sovrani attraverso la componente dei tassi reali, mentre le aspettative di inflazione si riducono leggermente sulla scia del calo di alcune materie prime, ad eccezione del petrolio. L'aumento dei tassi reali, di cui gli investitori dubitavano, si concretizza in questo inizio anno, e potrebbe essere uno dei temi principali del 2022. Conosciamo la forte correlazione tra i tassi (specialmente i tassi reali) e i titoli *value*, e questo spiega la forte rotazione osservata a inizio anno.

(1) Fonte: Bloomberg – Value SLVT Index, Growth SLGT Index performance dal 30/12/2020 al 31/12/2021.

I dati riportati si riferiscono al passato. La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati futuri e non è costante nel tempo. Performance calcolata in euro al netto dei dividendi reinvestiti.

I solidi fondamentali non si riflettono ancora nelle valutazioni dei titoli *value*

1. Un contesto macroeconomico che rimane favorevole

Il tasso di crescita economica previsto per l'Eurozona è attualmente intorno al 4,3%⁽²⁾, che è ben al di sopra del suo tasso di crescita potenziale (circa 1-1,5%⁽³⁾). Questa crescita è sostenuta da: *i.* l'eccesso di risparmi accumulati dalle famiglie (circa 6 punti di PIL nella zona euro), *ii.* la ricostituzione degli stock da parte delle imprese, *iii.* gli investimenti necessari alla riqualificazione dell'apparato produttivo e, *iv.* il dispiegamento del piano di ripresa della Commissione europea.

2. Le aspettative di crescita dell'EPS sono troppo conservative per il 2022

Nonostante un contesto macroeconomico favorevole, l'aspettativa di consenso è per una crescita dell'EPS dell'Eurostoxx di solo il 7% nel 2022, che è il livello più basso degli ultimi 30 anni. Questo implicherebbe una compressione dei margini a causa di un forte aumento dei costi degli input (materie prime e salari in aumento). Noi non condividiamo questo punto di vista, soprattutto per i settori ciclici e finanziari, per le seguenti ragioni:

- La forte crescita degli utili ha permesso alle aziende *value* di rafforzare i loro bilanci e suggerisce che i loro margini continueranno a crescere

I fondamentali delle aziende sono solidi, in particolare nel settore bancario, energetico, automobilistico e delle materie prime che mostrano la più grande crescita degli utili del 2021. Questo è certamente dovuto a confronti favorevoli, ma anche a risultati superiori alle aspettative in ogni trimestre. Nella maggior parte dei casi, i titoli ciclici e finanziari stanno emergendo da questa crisi con bilanci rafforzati e basi di costo significativamente più basse che suggeriscono ancora una leva operativa significativa. I nostri dialoghi con i manager dei diversi gruppi in cui abbiamo posizioni di portafoglio rilevanti (ad esempio, Saint Gobain, Stellantis, ArcelorMittal, Airbus)⁽⁵⁾, rafforzano poi la nostra opinione sulle aziende cicliche che hanno una reale capacità di trasferire gli aumenti dei costi e di mantenere o addirittura aumentare i loro margini al ritorno dei volumi.

- Le dinamiche economiche e i costi energetici non sono integrati in alcuni settori

Il consenso è per una crescita zero dell'EPS nel settore bancario, anche se quest'ultimo dovrebbe essere automaticamente migliorato da: *i.* tassi d'interesse in aumento, *ii.* volumi di credito guidati dalle dinamiche macro, e *iii.* programmi d'azione. Allo stesso modo, l'aumento dei prezzi dell'energia (gas, petrolio ed elettricità) non sembra essere integrato nelle aspettative di crescita degli utili delle aziende dei settori dell'energia e delle utilities.

3. Valutazioni più attraenti

La performance dei settori *value* nel 2021 non ha riflesso la forte crescita dei loro utili, erodendo ulteriormente la valutazione relativa del segmento nel corso dell'anno. Il potenziale di un'ulteriore revisione al rialzo delle aspettative di guadagno nel 2022 ci rende particolarmente fiduciosi sulla futura performance del segmento *value*, le cui valutazioni sono ai minimi storici (i P/E rimangono sotto 10x per la maggior parte dei settori).

Posizionamento del fondo

Entriamo nel 2022 con: *i.* Un sovra posizionamento marcato nei settori finanziari (banche) e ciclici (auto, energia, costruzioni, tempo libero e viaggi); *ii.* Un sottopeso nei settori *growth* (tecnologia e beni di consumo)⁽⁶⁾, le cui valutazioni molto elevate ci sembrano a rischio in un contesto di aumento dei tassi reali.

Nonostante i forti rimbalzi, le nostre principali convinzioni (finanziari e ciclici) offrono ancora un potenziale di performance significativo. Manteniamo quest'ultime, considerando che i loro prezzi non riflettono né la ripresa dei margini nel 2021, né le prospettive promettenti per il 2022. Menzioniamo poi la nostra esposizione al tema della riapertura attraverso posizionamenti nel settore del tempo libero e dei viaggi aperti nella seconda metà del 2021. Questi ultimi hanno leggermente penalizzato il fondo l'anno scorso, ma potrebbe essere un contributo significativo alla performance nel 2022 se la situazione sanitaria si normalizza. Il nostro pilastro difensivo rimane contenuto (circa il 15-20% del portafoglio), a riflettere la nostra lettura che il ciclo dovrebbe essere ancora vivace quest'anno.

Rimaniamo convinti del forte potenziale per un rimbalzo del *value* che potrebbe materializzarsi nei prossimi mesi grazie alla normalizzazione della situazione sanitaria e all'aumento dei tassi di interesse, entrambi forti driver di performance per il *value* nel 2022.

(2) Fonte: OCSE, gennaio 2022.

(3) Fonte: Natixis, gennaio 2022.

(4) Fonte: Factset, dicembre 2021.

(5) I riferimenti a specifici investimenti hanno mero scopo illustrativo e non sono da intendersi come raccomandazioni di acquisto o vendita da parte di Rothschild & Co Asset Management Europe.

(6) L'allocazione geografica e settoriale non è fissa, ma soggetta a modifiche nel tempo nei limiti del Prospetto.

I dati riportati si riferiscono al passato. La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati futuri e non è costante nel tempo. Performance calcolata in euro al netto dei dividendi reinvestiti.

Se la pandemia venisse messa in secondo piano, gli investitori si concentrerebbero ancora una volta sui forti fondamentali dei titoli *value* e sul cambiamento in corso nella politica monetaria. L'aumento dei tassi d'interesse reali dovrebbe portare a una rotazione a favore dei titoli *value* e influenzerebbe negativamente anche i titoli *growth*. I titoli ciclici e finanziari, le cui valutazioni sono ancora più attraenti, potrebbero rimbalzare fortemente.

R-co Conviction Equity Value Euro: una soluzione per giocare il tema *value*

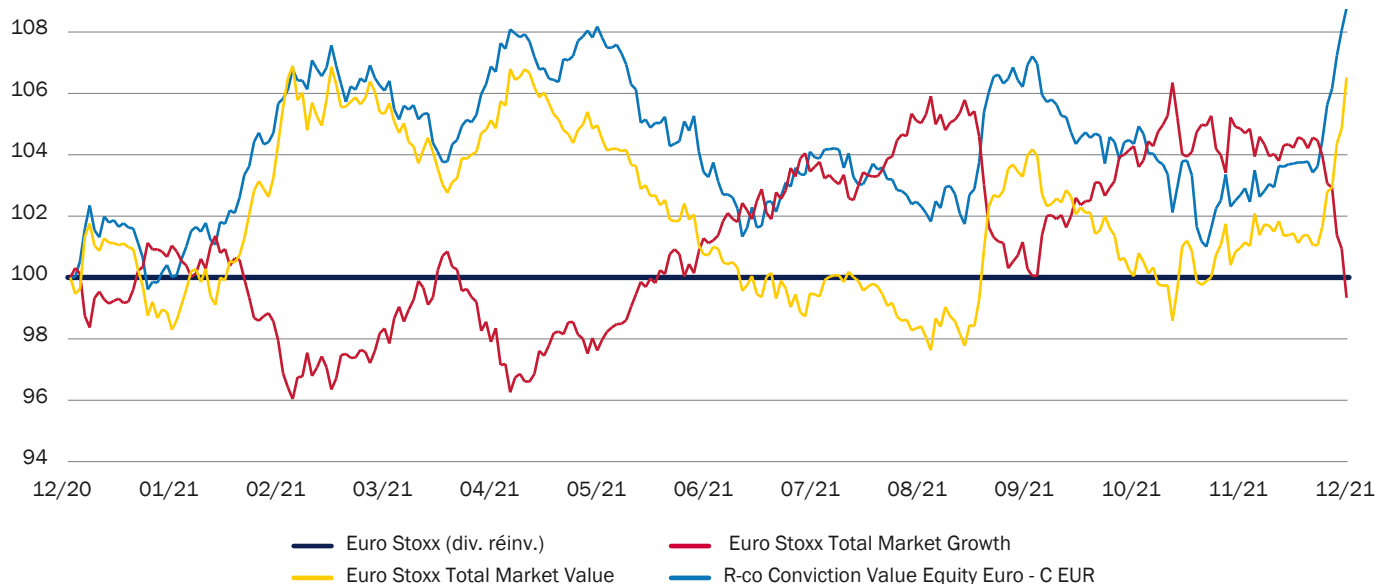
Nel corso del 2021, il fondo ha registrato una performance del 26,3%⁽⁷⁾, superando il suo benchmark, l'Eurostoxx *Value*, del 3,6%. Questa sovraperformance, che gli ha permesso di distinguersi nell'universo dei fondi *value*, si spiega in gran parte (80%) con una buona selezione dei titoli, soprattutto nel settore dell'energia (ENI),

delle costruzioni (Saint Gobain), delle materie prime (Arcelor) e automobilistico (Stellantis e Daimler)⁽⁸⁾. L'effetto allocativo positivo, dovuto al sovra posizionamento sulle banche, ha aiutato, ma anche in questo caso è stata la selezione dei titoli a generare una performance superiore, con Unicredit e Société Générale che sono stati i migliori performer del fondo.

Nei primi giorni del 2022, che hanno visto una rotazione molto forte a favore dello stile *value*, R-co Conviction Equity Value Euro sta traendo il massimo vantaggio e ha registrato una performance da inizio anno del 2,6% al 10 gennaio 2022, ossia una sovraperformance del 4,1% rispetto dell'Eurostoxx.

Completato l'11 gennaio 2022.

Performance relativa rispetto all'Eurostoxx



Benchmark dal 31/12/2012: Eurostoxx dividendi reinvestiti.

Nota: ribilanciamento su base 100 al 31/12/2020.

Fonte: Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe - 10/01/2022.

La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati futuri e non è costante nel tempo. Performance calcolata in euro al netto dei dividendi reinvestiti.

(7) Al 31/12/2021, classe C EUR.

(8) Non costituisce una raccomandazione di acquisto o vendita o un consiglio fiscale da parte di Rothschild & Co Asset Management Europe.

I dati riportati si riferiscono al passato. La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati futuri e non è costante nel tempo.

Stile Value

Parliamo di strategia value quando l'investitore ricerca aziende che sono sottovalutate dal mercato in un dato momento, ossia la cui valutazione di mercato è inferiore a quella che dovrebbe essere in vista degli utili e degli attivi dell'azienda. Gli investitori *value* selezionano titoli con rapporti prezzo/valore contabile (P/B) bassi o con rendimenti dei dividendi alti.

Reflation Trade

Il *reflation trade* consiste nello scommettere che, a seguito di una recessione o una crisi economica, segua una fase di ripresa caratterizzata dalla sovraperformance di alcuni settori del mercato.

EPS

Utile per azione.

Stile Growth

L'investitore *growth* si concentra principalmente sul potenziale di crescita degli utili delle aziende, sperando che la crescita delle entrate e degli utili siano superiori a quelle del settore o alla media del mercato.

Approccio fondamentale

Valutazione della situazione finanziaria di un'azienda, all'interno del suo ambiente legale e competitivo

Tapering

Graduale riduzione da parte di una banca centrale del ritmo di acquisto di asset sul mercato, ossia un rallentamento del Quantitative Easing.



L'OICVM è classificato nella categoria di rischio 6 (volatilità compresa fra il 15% e il 25%) e riflette principalmente una politica di gestione discrezionale sui mercati azionari della zona euro. I dati storici utilizzati per il calcolo di questo indicatore

sintetico potrebbero non costituire un'indicazione affidabile circa il futuro profilo di rischio del comparto. La categoria di rischio associata non è garantita e potrebbe subire variazioni nel tempo in entrambe le direzioni.

Avvertenze

I commenti e le analisi contenuti nel presente documento sono forniti a scopo puramente informativo e non costituiscono una raccomandazione d'investimento, né una consulenza. Rothschild & Co Asset Management Europe non può ritenersi responsabile di decisioni prese sulla base degli elementi contenuti nel presente documento o ad essi ispirate (divieto di riproduzione totale o parziale salvo previa autorizzazione di Rothschild & Co Asset Management Europe). Qualora si faccia riferimento a dati esterni ai fini dell'elaborazione delle condizioni del presente documento, tali dati s'intendono provenienti da fonti ritenute attendibili, ma senza garanzia di esattezza o esaustività. Rothschild & Co Asset Management Europe non ha proceduto a una verifica indipendente delle informazioni contenute nel presente documento e non può pertanto ritenersi responsabile di eventuali errori o omissioni, né dell'interpretazione delle informazioni in esso contenute. La presente analisi ha validità esclusivamente ai fini della redazione del presente documento.

Tenuto conto del carattere soggettivo di alcune analisi, è opportuno sottolineare che eventuali informazioni, proiezioni, stime, previsioni, ipotesi e/o opinioni non sono necessariamente messe in pratica dai team di investimento di Rothschild & Co Asset Management Europe che agiscono basandosi sulle loro proprie convinzioni. Alcune dichiarazioni di carattere previsionale sono preparate sulla base di certe ipotesi, che potrebbero differire parzialmente o totalmente dalla realtà. Qualsiasi stima ipotetica è, per sua natura, speculativa, ed è possibile che alcune, se non tutte, le ipotesi relative a queste illustrazioni ipotetiche non si concretizzino o divergano notevolmente dai risultati effettivi. Rothschild & Co Asset Management Europe declina qualsiasi responsabilità relativamente alle informazioni contenute nel presente documento e a qualsiasi tipo di decisione di investimento presa sulla base di tali informazioni.

R-co Valor è una Société d'Investissement au Capital Variable (società d'investimento a capitale variabile) registrata 789 648 409 RCS Parigi. R-co Valor Balanced è un comparto della SICAV "Rco", registrata all'844 443 390 RCS Parigi. Gli organismi di investimento collettivo (OIC) sopra riportati sono organizzati ai sensi della legislazione francese e regolamentati dall'Autorità dei mercati finanziari (AMF). Gli OIC possono essere registrati all'estero in vista della loro commercializzazione attiva. Gli investitori sono quindi tenuti a informarsi relativamente alle giurisdizioni nelle quali gli OIC sono effettivamente registrati. Per ogni giurisdizione gli investitori sono invitati a fare riferimento alle specificità proprie a ogni paese, riportate nella sezione "caratteristiche amministrative". Il presente documento è pubblicato da Rothschild & Co Asset Management Europe, società di gestione di portafoglio autorizzata e regolamentata dall'Autorità dei mercati finanziari (www.amf-france.org) con il numero GP-17000014. Le informazioni presentate non sono destinate a essere diffuse e non costituiscono in alcun caso un invito rivolto ai cittadini degli Stati Uniti o ai loro mandatarî. Le quote o azioni degli OIC descritti nel presente documento non sono e non saranno registrate negli Stati Uniti ai sensi dell'U.S. Securities Act del 1933 e successive modifiche ("Securities Act 1933") o ammesse in virtù di qualsiasi legge degli Stati Uniti. Tali quote o azioni dei suddetti OIC non devono essere offerte, vendute o trasferite negli Stati Uniti (inclusi i suoi territori e possedimenti), né avere come beneficiario diretto o indiretto una US Person, ai sensi del regolamento S del Securities Act, e soggetti equiparati, secondo quanto disposto dalla legge statunitense cosiddetta "HIRE" del 18 marzo 2010 e dal dispositivo FATCA. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza in investimenti, una raccomandazione di investimento o una consulenza fiscale. Le presenti informazioni non presumono l'adeguatezza degli OIC presentati alle esigenze, al profilo e all'esperienza di ogni singolo investitore. In

caso di dubbi sulle informazioni presentate sull'adeguatezza degli OIC alle vostre esigenze personali, e prima di qualsiasi decisione di investimento, vi raccomandiamo di contattare il vostro consulente finanziario o fiscale. L'investimento in quote o azioni di qualsiasi OIC non è privo di rischio. Prima di qualsiasi sottoscrizione in un OIC, leggere attentamente il prospetto informativo, ed in particolare il paragrafo relativo ai rischi, e il documento di informazioni chiave per l'investitore (KIID). Il Valore Patrimoniale Netto (NAV) è disponibile sul sito internet www.am.eu.rothschildandco.com.

Le performance passate degli OIC descritti nel presente documento non costituiscono una garanzia delle performance future e possono indurre in errore. Tali risultati non sono costanti nel tempo. Il valore degli investimenti e dei redditi che ne deriva può variare al rialzo così come al ribasso, e non è garantito. Potrebbe accadere perciò, che l'investitore non recuperi l'importo inizialmente investito. Le variazioni dei tassi di cambio possono influenzare al rialzo così come al ribasso il valore degli investimenti e dei redditi che ne derivano, quando la valuta di riferimento dell'OIC è diversa dalla valuta del paese di residenza dell'investitore. Gli OIC la cui politica d'investimento mira in particolare mercati o settori specializzati (come i mercati emergenti) sono generalmente più volatili rispetto ai fondi più generali e diversificati. Per un OIC volatile, le fluttuazioni possono essere particolarmente significative, e il valore dell'investimento può perciò crollare bruscamente e fortemente. I risultati presentati non tengono conto delle eventuali spese e commissioni percepite in occasione della sottoscrizione e del riacquisto delle quote o azioni degli OIC interessati. I portafogli, prodotti o titoli presentati sono soggetti alle fluttuazioni del mercato e non è possibile garantire in alcun modo la loro evoluzione futura. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale di ciascun investitore, e può essere oggetto di modifiche.

Specificità per l'Italia:

Gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) presentati sopra sono autorizzati alla distribuzione agli investitori istituzionali, alcuni dei quali possono anche essere autorizzati alla distribuzione al pubblico dalla "Commissione Nazionale per le Società e la Borsa" (CONSOB). Tuttavia, questo documento è destinato solo ai clienti istituzionali.

I clienti istituzionali possono ottenere copie del prospetto, del Key Investor Information Document (KIID) e delle relazioni annuali e semestrali su www.am.eu.rothschildandco.com o gratuitamente su richiesta in formato cartaceo in italiano per il KIID e in inglese per il prospetto e le relazioni periodiche presso Rothschild & Co Asset Management Europe, Paris, Milan Branch, Via Passaggio Centrale 3 - 20123 Milano-ITALIA

Rothschild & Co Asset Management Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris società di gestione autorizzate dal AMF n° GP-17000014

Informazioni su Rothschild & Co Asset Management Europe

In qualità di divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a una vasta clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori. Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti, commercializzati sotto quattro marchi forti: Conviction, Valor, Thematic e 4Change, beneficiando della nostra esperienza a lungo termine nella gestione attiva e nella gestione di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e una presenza in 10 paesi europei, gestiamo oltre 23 miliardi di euro e diamo lavoro a quasi 160 persone. Maggiori informazioni all'indirizzo: www.am.eu.rothschildandco.com



Il nostro sito web
am.eu.rothschildandco.com

Seguici su
LinkedIn

