



I recenti avvenimenti metteranno in discussione la rotazione di stile a favore del *value*?



Anthony Bailly
Gestore azionario europeo

La crisi russo-ucraina ha generato una forte volatilità sui mercati azionari. La portata di questo evento è tale da intaccare, nel medio termine, la rotazione di stile in favore del *value* avviata a inizio anno?

Lo shock avrà certamente un impatto sulla crescita, ma dovrebbe essere limitato e non tale da interrompere il rialzo dei tassi che ha favorito lo stile *value* dall'inizio dell'anno. Pertanto, in caso di allentamento delle tensioni geopolitiche, la recente e marcata sottoperformance dei settori ciclici rispetto a quelli difensivi potrebbe rapidamente invertirsi.

Quali sono le conseguenze macroeconomiche della crisi russo-ucraina?

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e le conseguenti sanzioni occidentali hanno causato severe ripercussioni sullo scenario macroeconomico dell'Eurozona. Il consensus ora integra uno scenario di inflazione più duratura e una crescita più debole, impattata dal rialzo delle materie prime, da ulteriori tensioni nella catena di approvvigionamento e dalla contrazione della fiducia delle famiglie.



Vincent Iméneuraët
Gestore azionario europeo

Qualunque sia la durata del conflitto, sembra improbabile che le sanzioni contro la Russia vengano revocate nel breve periodo. Ad ora, questo si riflette nell'aumento dei prezzi dell'energia, vera e propria cinghia di trasmissione del conflitto all'Eurozona che rafforza il regime inflazionistico nel breve e medio termine. Dalle recenti dichiarazioni delle banche centrali è emerso che la lotta contro l'aumento dell'inflazione è la loro priorità e, di conseguenza, la normalizzazione delle politiche monetarie dovrebbe proseguire. Inoltre, le nuove emissioni di debito per finanziare l'indipendenza energetica e militare dell'Europa saranno contemporanee alla riduzione dei programmi di acquisto della BCE, il che dovrebbe aumentare la pressione rialzista sui tassi europei.

Per quanto riguarda la crescita dell'Eurozona, la maggior parte degli economisti hanno rivisto al ribasso le loro previsioni di circa l'1,5%, integrando un prezzo medio del petrolio superiore ai 100 dollari per tutto il 2022. La crescita attesa per il 2022 al momento si attesta intorno al 3% (3.0% per JP Morgan⁽¹⁾, 2.9% per UBS⁽²⁾, 2,5% per Goldman Sachs⁽³⁾), che è ancora ben al di sopra del potenziale di lungo termine (1-1,5%)⁽⁴⁾. Ciò non corrobora lo scenario di stagflazione che sembra essere gradualmente prezzato dai mercati, data la recente sottoperformance dei settori ciclici.

Strategia *value*: parliamo di strategia *value* quando l'investitore ricerca aziende che sono sottovalutate dal mercato in un dato momento, ossia la cui valutazione in borsa 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.

Titoli ciclici: i titoli ciclici sono altamente correlati ai cicli economici. Pertanto, beneficiano fortemente dei periodi di ripresa ed espansione, ma sono anche i primi ad essere colpiti da un rallentamento economico.

(1) Fonte: JP Morgan 18/03/2022.

(2) Fonte: UBS 14/03/2022.

(3) Fonte: Goldman Sachs 10/03/2022.

(4) Fonte: Natixis, capo economista Patrick Artus 05/03/2022.

I dati citati fanno riferimento al passato. Le performance passate non costituiscono un'indicazione affidabile delle performance future e non sono costanti nel tempo. Le performance degli indici includono i dividendi reinvestiti. Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono una raccomandazione o un consiglio di investimento, fiscale o di altro tipo, da parte di Rothschild & Co Asset Management Europe.



Mentre non mettiamo in discussione lo scenario di un'inflazione duratura ed elevata, siamo invece convinti che la crescita rimarrà dinamica. Infatti, nonostante le attuali tensioni, i motori di crescita rimangono comunque robusti: (i) il livello di risparmio delle famiglie resta elevato (circa 6 punti di Pil nell'Eurozona), (ii) la necessità di ricostruire le scorte, che sono scese al minimo storico post COVID, (iii) gli investimenti necessari per rinnovare l'apparato produttivo e (iv) il dispiegamento dei piani di ripresa nell'Eurozona che dovrebbero peraltro essere rafforzati dai recenti annunci relativi all'indipendenza energetica e militare dell'Europa.

Il mercato come ha integrato queste tensioni?

Dopo un crollo del 12%⁽⁵⁾, registrato tra il 24 febbraio (inizio del conflitto) e l'8 marzo (punto di minimo), l'Eurostoxx è rimbalzato eliminando quasi completamente questo calo, dal momento che gli investitori stanno gradualmente integrando uno scenario di de-escalation. Tuttavia, la sottoperformance dei settori ciclici rispetto a quelli difensivi (-7 punti secondo Goldman Sachs) dimostra che il mercato sta integrando uno scenario di contrazione dell'economia.

A titolo illustrativo, il settore bancario ha quasi spazzato via la sua sovraperformance relativa di inizio anno, perdendo il 33%⁽⁵⁾ dai massimi di metà febbraio e riportando la sua valutazione al di sotto di quella del 2019 con un Prezzo/Valore Contabile di 0.6x, sebbene i rendimenti europei siano ai massimi da fine 2018 (il rendimento del decennale tedesco è oltre lo 0.45%⁽⁵⁾). Questo implica una revisione dell'aumento del margine di interesse (nonostante la normalizzazione delle politiche monetarie) e un aumento delle inadempienze future, che si traduce in una messa in discussione dei programmi di ritorno di flusso di cassa agli azionisti. Questo ci sembra eccessivo rispetto al contesto macroeconomico descritto in precedenza e ai bilanci particolarmente solidi del settore.

Un altro settore ciclico che è stato particolarmente penalizzato è il settore automobilistico. Nonostante il livello di margine particolarmente elevato del settore, dovuto a un effetto mix favorevole e a una grande capacità di resistere ai rincari del 2021, il mercato ha pesantemente punito questi titoli integrando uno scenario che cumulerebbe (i) un livello di produzione stabile rispetto al 2021 (ii) la perdita di gran parte dei rincari superati lo scorso anno e (iii) un aumento significativo del costo dei fattori produttivi sui margini. Questo scenario pessimistico sembra già integrato nella valutazione delle società che abbiamo in portafoglio, con Stellantis e Mercedes che attualmente scambiano ad un P/E rispettivamente di 4x e 7x.

Che scenario ci attendiamo per le prossime settimane?

Ovviamente è difficile prevedere come evolverà la situazione. La via diplomatica resta comunque aperta ed è ampiamente sostenuta dalla comunità internazionale. Il tempo non gioca peraltro a favore della Russia, che si sta isolando molto rapidamente, sia dal punto di vista diplomatico sia economico. In questo contesto, un percorso di pacificazione del conflitto in primavera ci sembra lo scenario più probabile.

Dopo aver raggiunto un picco intorno ai 134 dollari l'8 marzo, il petrolio è tornato a scendere. I mercati si muovono molto rapidamente, oscillano in linea con le speranze o le delusioni di risoluzione del conflitto. Per il momento il mercato incorpora i livelli di valutazione di fine ciclo nei settori ciclici e finanziari, e ci sembra opportuno cogliere questi premi al rischio nella misura in cui, in linea con il consenso, il ciclo economico non è stato spezzato da questa crisi.

Pertanto, nonostante l'attuale nervosismo e la mancanza di visibilità, un contesto di crescita dinamica e di politiche monetarie restrittive, che sarebbe particolarmente favorevole al *value*, ci sembra ancora valido.

Posizionamento di R-co Conviction Equity Value Euro e principali transazioni

In questo contesto di elevata volatilità, abbiamo eseguito alcune correzioni sul portafoglio: da un lato abbiamo rafforzato l'esposizione ai titoli bancari che ci sembravano più penalizzati e che avevano un'esposizione russo-ucraina limitata, come BNP e Intesa in particolare; dall'altro, abbiamo acquistato alcuni titoli ciclici che ci sembravano troppo colpiti dal mercato, come Stellantis e Alstom.

Abbiamo inoltre approfittato del calo delle valutazioni per realizzare un arbitraggio nel settore del tempo libero e dei viaggi, aprendo una posizione su Ryanair e chiudendo la nostra posizione su Sodexo. Le condizioni di mercato ci offrivano la possibilità di esporci a un player di qualità nel settore delle compagnie aeree che vanta un bilancio solido, forti prospettive di crescita e un vantaggio competitivo particolarmente interessante in termini di copertura petrolifera. Sodexo, invece, la cui natura multi-locale e difensiva aveva offerto una certa resilienza, ci è sembrato che abbia ipotecato le sue opzioni strategiche (vendita dell'attività Benefits & Rewards), con la recente nomina a CEO di Sophie Bellion, figlia del fondatore dell'azienda, quando ci si aspettava una personalità esterna.

(5) Fonte: Bloomberg 23/03/2022.

I dati citati fanno riferimento al passato. Le performance passate non costituiscono un'indicazione affidabile delle performance future e non sono costanti nel tempo. Le performance degli indici includono i dividendi reinvestiti. Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono una raccomandazione o un consiglio di investimento, fiscale o di altro tipo, da parte di Rothschild & Co Asset Management Europe.



Abbiamo cercato di mantenere la nostra posizione sovrappesata nel settore energetico, rafforzando la nostra esposizione a Technip Energies. Quest'ultima, nonostante abbia sofferto della sua esposizione russa, ci sembra ben posizionata per approfittare del piano di indipendenza energetica annunciato in Europa. Abbiamo finanziato questo rafforzamento alleggerendo le nostre posizioni su Total Energies ed Eni, che hanno tenuto bene durante il periodo.

Infine, per quanto riguarda il pilastro più difensivo, abbiamo venduto una parte di AB Inbev, sensibile ai rincari del grano e del luppolo, a favore di Danone, che ha un profilo più difensivo e che ha approfittato della sua revisione strategica di inizio marzo per affermare il carattere molto più pragmatico della sua nuova governance.

Completato il 23 marzo 2022



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

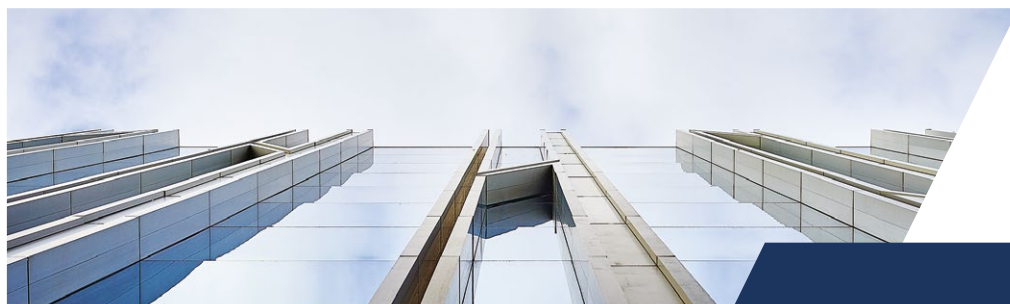
potrebbero differire parzialmente o totalmente dalla realtà. Qualsiasi stima ipotetica è, per sua natura, speculativa, ed è possibile che alcune, se non tutte, le ipotesi relative a queste illustrazioni ipotetiche non si concretizzino o divergano notevolmente dai risultati effettivi. Rothschild & Co 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.

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 22 miliardi di euro e diamo lavoro a quasi 150 persone. Maggiori informazioni all'indirizzo: www.am.eu.rothschildandco.com



Seguici su
LinkedIn 

Il nostro sito web
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management