



Analisi 2023 e prospettive 2024

R-co Conviction Equity Value Euro



Anthony Bailly
Gestore di fondi
azionari europei



Vincent Iméneuraët
Gestore di fondi
azionari europei

1/ I mercati azionari hanno alla fine registrato una forte crescita nel 2023. Come si spiega?

All'inizio del 2023, gli investitori erano ancora preoccupati per il livello dell'inflazione e per gli effetti delle politiche monetarie restrittive sulla crescita. Molti di loro avevano quindi ridotto la componente azionaria all'inizio dell'anno per rafforzare l'esposizione ai mercati obbligazionari in un contesto di aumento dei tassi di interesse.

Alla fine, le azioni hanno registrato la migliore performance di tutte le classi di attivi nel corso dell'anno, con l'Eurostoxx in crescita del 18,6% contro il 3,3% del mercato monetario, il 7,2% delle obbligazioni sovrane e il 8,2% delle obbligazioni societarie⁽¹⁾.

Nel corso dell'anno la spesa per i consumi ha tenuto, soprattutto negli Stati Uniti, sostenuta dall'occupazione, nonostante l'inasprimento delle condizioni di credito. Mentre la resilienza dell'inflazione *core*⁽²⁾ ha fatto dubitare gli investitori da agosto a ottobre, la conferma di un'accelerazione del calo dell'inflazione nell'ultimo trimestre ha dato credibilità allo scenario di *soft landing*⁽³⁾: gli investitori hanno quindi scontato il fatto che la Fed sarebbe riuscita nella sua scommessa di ridurre l'inflazione preservando al contempo la crescita. Ciò ha comportato un calo di oltre 100 pb del rendimento del decennale statunitense, che è sceso dal 5% in ottobre a meno del 4% a fine anno⁽⁴⁾. La retorica più accomodante della Fed in occasione del FOMC⁽⁵⁾ di dicembre ha avallato questo scenario, portando il mercato a prevedere sei tagli dei tassi nel 2024. In altre parole, nel giro di poche settimane siamo passati da uno scenario "*higher for longer*"⁽⁶⁾ a uno scenario di taglio dei tassi di riferimento da parte della Fed già nel prossimo marzo.

Ciò ha favorito i mercati azionari, che hanno registrato un forte rimbalzo dall'inizio di novembre, chiudendo l'anno ai massimi storici. Il calo dei tassi di interesse alla fine dell'anno ha comportato anche un cambiamento positivo dei flussi, con un ritorno ancora timido degli investitori alle azioni. Alla fine, in un contesto di resilienza dell'economia, gli asset rischiosi hanno fatto la loro parte ed era quindi opportuno essere esposti alle azioni.

2/ Come si è comportato lo stile *value* in questo contesto?

Abbiamo già menzionato la correlazione storica che esiste tra la performance relativa dello stile *value* e il livello dei tassi di interesse.

Dopo una netta sovraperformance dal 2021, lo stile *value* ha risentito dell'elevata volatilità dei tassi di interesse nel 2023. Dopo aver sottoperformato all'inizio dell'anno, toccando il minimo durante la crisi bancaria di marzo⁽⁷⁾, ha beneficiato della retorica "*higher for longer*" delle banche centrali, che gli ha permesso di sovraperformare in modo significativo tra giugno e settembre. Alla fine dell'anno, il forte calo dei tassi di interesse si è nuovamente rivelato molto penalizzante. In definitiva, la performance dello stile *value* ha chiuso del 17,4%, poco meno di un punto sotto l'indice⁽⁸⁾.

(1) Fonte: Bloomberg, dicembre 2023.

(2) (esclusi generi alimentari ed energia).

(3) Atterraggio morbido.

(4) Fonte: Fed, dicembre 2023.

(5) Federal Open Market Committee.

(6) Tassi più elevati, più a lungo.

(7) Fonte: Bloomberg, 15/12/2023.

(8) Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 15/12/2023.

I dati riportati si riferiscono agli ultimi mesi. Le performance passate non sono un indicatore affidabile di quelle future e non sono costanti nel tempo. Performance calcolata in euro e al netto dei dividendi reinvestiti. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono consulenza d'investimento, consulenza fiscale, raccomandazione o consulenza d'investimento da parte di Rothschild & Co Asset Management



Sebbene il ritorno dell'inflazione e il forte aumento dei tassi di interesse dai minimi del 2020 abbiano consentito allo stile *value* di sovraperformare, la crescita non è stata pari a quella che ci si sarebbe potuti aspettare data l'entità del rimbalzo dei tassi. Ciò è dovuto in particolare alla sottoperformance della componente ciclica del portafoglio *value*, che ha risentito dei timori di recessione preannunciati dalla flessione dei principali indicatori e dall'inasprimento delle condizioni di credito. Se a questo si aggiungono le difficoltà della Cina, alcuni settori come quello delle materie prime in senso lato sono stati particolarmente penalizzati.

3/ A che punto siamo con i livelli di valutazione e le aspettative di crescita degli utili?

Nonostante il rimbalzo di fine anno, la valutazione dei mercati azionari europei rimane molto interessante, con un P/E⁽⁹⁾ di 12,8x. Questo valore è ancora ben al di sotto della mediana storica degli ultimi 20 anni, pari a 13,1x. Il divario di valutazione tra gli stili è particolarmente marcato: lo stile *value* è valutato a 9,1x, vicino ai suoi minimi storici, mentre lo stile *growth*⁽¹⁰⁾, a 20,4x, è vicino ai suoi massimi⁽¹¹⁾. In altre parole, se il calo dei tassi di interesse comporterà come previsto una rivalutazione delle azioni, questo sembra essere già stato scontato dallo stile *growth*, ma non dallo stile *value*. Siamo ancora più a nostro agio con la valutazione dei settori *value*, viste le aspettative molto basse di crescita degli utili. Se si considerano i tre settori con le peggiori valutazioni (automobilistico, energetico e bancario), le aspettative di crescita degli EPS⁽¹²⁾ per il 2024 variano da -5% per il settore automobilistico a +4% per quello energetico. Questo dato si confronta con un'aspettativa di crescita complessiva degli utili per il mercato europeo pari al 6%. Al contrario, nei tre settori meglio valutati (beni di consumo, tecnologia e sanità), le aspettative di crescita degli EPS sono comprese tra il 10% e il 13%⁽¹³⁾.

La combinazione di basse valutazioni e modeste aspettative di crescita degli utili rende quindi lo stile *value* particolarmente interessante all'inizio di quest'anno, soprattutto perché nelle ultime 12 stagioni degli utili lo stile *value* ha sorpreso in positivo in misura superiore allo stile *growth*.

4/ Che contesto prevedete per il 2024?

Per quanto riguarda la crescita economica, bisogna riconoscere che ci sono state delle piacevoli sorprese nel corso dell'anno, soprattutto negli Stati Uniti, dove l'occupazione sta iniziando a rallentare ma i salari reali continuano a crescere, sostenendo i consumi nonostante le famiglie americane abbiano ampiamente attinto al loro surplus di risparmio. Tuttavia, sarà difficile mantenere il ritmo di crescita registrato nel corso di quest'anno, anche nel 2024: nel terzo trimestre, la crescita annualizzata è stata superiore al 4.9%⁽¹⁴⁾. Tuttavia, lo scenario di un semplice rallentamento della crescita, sostenuto da un allentamento delle condizioni di credito, ci sembra credibile.

In Europa, sembra che siamo vicini al punto più basso dell'attività. Ciò è particolarmente evidente negli indici PMI⁽¹⁵⁾, che sembrano aver toccato il fondo sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi, ma anche negli indici di sorpresa economica, il cui *momentum* è positivo da tre mesi. Anche in questo caso, il calo dell'inflazione sta restituendo potere d'acquisto alle famiglie, il che dovrebbe tradursi in una crescita debole o, nel peggiore dei casi, in una recessione tecnica. La situazione in Cina rimane complicata, ma si osservano segnali di miglioramento, in particolare nelle vendite al dettaglio, e i prezzi degli immobili si stanno stabilizzando. Un piano di stimolo a lungo atteso potrebbe aiutare l'economia a riprendersi.

Per quanto riguarda l'inflazione, ci sembra che il mercato preveda un ritorno troppo rapido verso l'obiettivo del 2% delle banche centrali. Le nuove forze inflazionistiche sono sotto i nostri occhi (in particolare transizione climatica, deglobalizzazione) e anche se il picco è alle nostre spalle, il calo dell'inflazione core dovrebbe richiedere tempo, soprattutto perché la componente dei servizi sembra essere ben ancorata nel tempo. Pertanto, l'aspettativa di sei tagli dei tassi da parte della Fed l'anno prossimo ci sembra un po' troppo ottimistica da parte degli investitori, a meno che l'economia statunitense non si ritrovi improvvisamente in forte recessione, cosa che non rientra nel nostro scenario.

Come già detto, ci sembra che lo stile *growth* abbia già scontato questi tagli dei tassi nei suoi multipli. In questo senso, ci sembra a rischio, data l'incertezza che grava ancora sul ritmo dei tagli dei tassi. Questo non vale invece per lo stile *value*, in particolare per la sua componente ciclica, che sconta un rallentamento dell'economia. È questa componente che dovrebbe beneficiare maggiormente di uno scenario di *soft landing*, qualora si concretizzasse.

5/ Come si è comportato il fondo nel 2023 e come si posiziona all'inizio dell'anno?

R-co Conviction Equity value Euro ha avuto un buon andamento, con una sovraperformando il suo indice di riferimento di 50 bps nonostante la sottoperformance dello stile *value*. Questa performance è dovuta esclusivamente a una buona selezione di titoli, in particolare nei settori dei generi alimentari/bevande, energia e distribuzione.

(9) Fonte: Morgan Stanley Earnings Tracker Price Earning: rapporto prezzo/utili.

(10) Un investitore che privilegia lo stile "*growth*" punta soprattutto sul potenziale di crescita degli utili delle aziende, auspicando che la crescita delle vendite e degli utili superi quella del settore o della media del mercato.

(11) Fonte: Bloomberg, 15/12/2023.

(12) Utile per azione.

(13) Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research, Factset, "European Weekly Kickstart, 15/12/2023.

(14) Fonte: Bloomberg, 21/12/2023.

(15) Indice dei responsabili degli acquisti, indicatore che riflette la fiducia dei responsabili degli acquisti in un settore di attività. Al di sopra di 50 indica un'espansione dell'attività, al di sotto di 50 una contrazione.

I dati riportati si riferiscono agli ultimi mesi. Le performance passate non sono un indicatore affidabile di quelle future e non sono costanti nel tempo. Performance calcolata in euro e al netto dei dividendi reinvestiti. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono consulenza d'investimento, consulenza fiscale, raccomandazione o consulenza d'investimento da parte di Rothschild & Co Asset Management



Manteniamo le nostre posizioni sovrappesate nei settori dell'energia e bancario, dove i fondamentali ci sembrano ancora solidi e dove le valutazioni e i rendimenti da dividendi sono particolarmente interessanti. Lo scenario di *soft landing* dovrebbe eliminare le incertezze che ancora gravano sui livelli di valutazione. Questo è chiaramente il principale driver di performance. Per quanto riguarda il secondo fattore, ossia l'andamento della crescita degli utili, le aspettative sono molto basse. L'impatto ritardato delle variazioni dei tassi di interesse e l'allentamento delle condizioni di credito dovrebbero consentire alle banche di sorprendere nuovamente in positivo. Per quanto riguarda l'energia, il mantenimento di un livello soddisfacente di attività economica dal lato della domanda e la ferma volontà dell'Arabia Saudita di mantenere alti i prezzi dal lato dell'offerta dovrebbero sostenere i prezzi del petrolio.

A fine anno abbiamo inoltre rafforzato alcune posizioni in titoli ciclici come Arcelor Mittal, le cui revisioni degli utili riflettono già un significativo deterioramento dell'attività economica.

Consapevoli che il picco dei tassi di interesse è ormai alle spalle, abbiamo rafforzato anche le nostre posizioni in settori le cui valutazioni erano state fortemente influenzate dall'aumento dei tassi di interesse, come l'immobiliare e i servizi di pubblica utilità. Per quanto riguarda il nostro pilastro difensivo, manteniamo inoltre un sovrappeso nel settore delle telecomunicazioni: l'aumento dei margini e il calo degli investimenti (fibra, 5G) dovrebbero consentire al settore di migliorare la generazione di FCF⁽¹⁶⁾.

Per contro, ci teniamo lontani dai settori in crescita (beni di consumo e tecnologia in particolare), che ci sembrano aver già scontato la normalizzazione dei tassi di interesse in corso e le cui aspettative non sono immuni da qualche delusione.

Con la normalizzazione dei tassi di interesse che si profila all'orizzonte, i *bias* di stile dovrebbero essere meno marcati. La selezione dei titoli basata su temi trasversali (calo dei tassi di interesse, previsione di uno scenario di rallentamento economico, ecc.) dovrebbe invece assumere pieno significato e diventare il principale driver di performance per il 2024.

Completato il 3 gennaio 2024

Risultati	2023	2022	2021	2020	2019	2018	10 anni	Volatilità 1 anno
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR ⁽¹⁾	19,1%	-9,6%	26,3%	-9,9%	17,6%	-18,0%	40,9%	15,6%
R-co Conviction Equity Value Euro I EUR ⁽²⁾	19,8%	-9,1%	27,1%	-9,2%	18,5%	-17,4%	51,3%	15,6%
Euro Stoxx [®] NR ⁽³⁾	18,5%	-12,3%	22,7%	0,2%	26,1%	-12,7%	85,0%	14,8%

(1) Data di lancio: 20/05/2005.

(2) Data di lancio: 30/12/2009.

(3) Indice di riferimento.

Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 29/12/2023.

Rischio SRI 5/7

L'indicatore sintetico di rischio mostra il livello di rischio di questo prodotto rispetto ad altri. Indica la probabilità che questo prodotto subisca delle perdite in caso di movimenti di mercato o di incapacità da parte nostra di pagarvi. Abbiamo classificato questo prodotto nella classe di rischio 5 su 7, che è una classe di rischio medio-alta e riflette principalmente il suo posizionamento sul mercato azionario dell'Eurozona. In altre parole, le perdite potenziali legate alla performance futura del prodotto sono medio-alte e, se la situazione dovesse peggiorare sui mercati, è probabile che la nostra capacità di pagarvi ne risenta. L'indicatore di rischio presuppone che il cliente mantenga il prodotto per 5 anni; in caso contrario, il rischio effettivo potrebbe essere molto diverso e il rendimento potrebbe essere inferiore.

Prima di investire, è assolutamente necessario leggere attentamente il DICI e il prospetto dell'OICR, in particolare la sezione relativa ai rischi e alle commissioni, disponibili sul sito web di Rothschild & Co Asset Management: am.eu.rothschildandco.com

(16) Flusso di cassa disponibile generato dalla gestione operativa dopo aver sottratto gli investimenti necessari per mantenere o sviluppare l'apparato di produzione.

I dati riportati si riferiscono ai mesi passati. I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri e non sono costanti nel tempo. Performance calcolata in euro e al netto dei dividendi reinvestiti. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento, una consulenza fiscale, una raccomandazione o un consiglio d'investimento da parte di Rothschild & Co Asset Management. Le allocazioni e le ripartizioni geografiche e settoriali non sono fisse e possono variare nel tempo, nei limiti del prospetto informativo.



Avvertenze

Si tratta di un documento pubblicitario semplificato e non contrattuale. 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 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). 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 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 esclusiva 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 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 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 Conviction Equity Value Euro 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, 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 (PRIIPs KID). 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.

Although Rothschild & Co Asset Management information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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 (PRIIPs KID) e delle relazioni annuali e semestrali su www.am.eu.rothschildandco.com o gratuitamente su richiesta in formato cartaceo in italiano per il PRIIPs KID e in inglese per il prospetto e le relazioni periodiche presso Rothschild & Co Asset Management, Paris, Milan Branch, Via Passaggio Centrale 3 - 20123 Milano - ITALIA

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

Informazioni su Rothschild & Co Asset Management

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 cinque marchi forti: Conviction, Valor, Thematic, 4Change e OPAL, 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 9 paesi europei, gestiamo oltre 27 miliardi di euro e diamo lavoro a quasi 160 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