

Titoli value, è arrivato il momento della riscossa

di Gloria Valdonio

L'ACCELERAZIONE DELLA RIPRESA ECONOMICA SPINGERÀ AL RIALZO LE ASPETTATIVE SULL'INFLAZIONE ATTESA E RINVIGORIRÀ IL COSIDDETTO "REFLATION TRADE", ALLA BASE DEL CONSOLIDAMENTO DELLA ROTAZIONE SETTORIALE, A BENEFICIO DELL'UNIVERSO VALUE

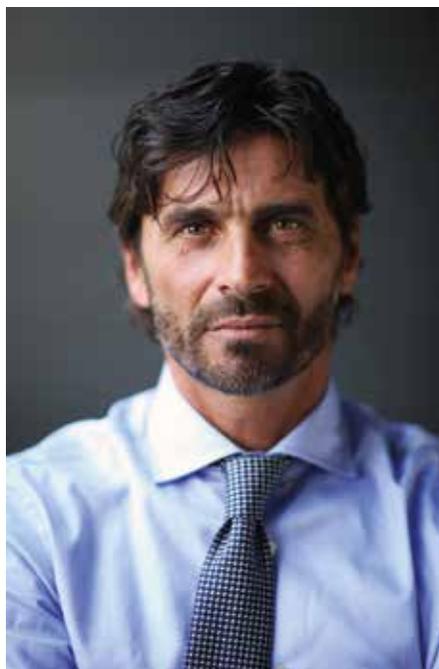
Goldman Sachs a fine 2020 invitava a vendere i titoli della digital economy e ad avviare una rotazione di portafoglio verso i titoli value. Il team di analisti promuoveva in particolare le banche e le auto, destinate a sovraperformare durante la ripresa, mentre i settori tech e alimentari venivano declassati. Da quel report i titoli value si sono effettivamente apprezzati e, così – come spiega **Michele De Michelis**, responsabile investimenti di **Frame Asset Management** - dopo anni di sovraperformance delle growth stocks (che hanno superato addirittura i livelli della bolla delle dotcom del 2000) finalmente a novembre 2020, contemporaneamente all'annuncio del programma di immunizzazione contro il Covid, è partita un'inversione di tendenza. Quest'ultima sembra continuare ancora, seppure in maniera molto tranquilla, visto che nel 2021 gli indici growth e value sono tendenzialmente alla pari. Tuttavia se, come sembra, il ciclo economico dovesse esplodere e quindi si dovesse tornare a vivere normalmente, le cose dovrebbero cambiare per tutti i titoli ciclici. «Questi ultimi infatti presentano dei multipli molto più bassi rispetto alle società della digital economy che in alcuni casi non sono neanche giustificati da crescita reali del business», commenta De Michelis. Ma è soprattutto l'inflazione, che comincia a rialzare la testa, l'elemento che allerta i gestori. E i segnali, soprattutto

per quanto riguarda l'Europa, sono piuttosto allarmanti: l'Inflation Swap Forward 5y5y, che indica il tasso inflazione previsto tra cinque anni per i cinque anni successivi, è ai massimi dal 2019 a indicare che le prospettive inflazionistiche stanno salendo, così come il livello di insicurezza rispetto ai tempi di uscita dell'Eurozona dalla crisi pandemica.

Il peggio è alle spalle

A livello di performance dei mercati abbiamo comunque già assistito a diverse rotazioni settoriali, a beneficio soprattutto dei settori più legati all'inflazione. Per quanto riguarda l'Europa le migliori performance si registrano nelle materie prime e nel settore bancario, seguito dai settori energy e travel. Al contrario quelli che stanno andando meno bene, sono i settori utilities, pharma e food, cioè i settori che il mercato considera inversamente proporzionali al rialzo dei tassi. Secondo **Giacomo Tilotta**, head of european equity di **AcomeA Sgr**, le motivazioni alla base di questa rotazione vanno ricercate nelle aspettative positive che gli operatori economici hanno assunto e nella speranza che "il peggio è ormai alle spalle". Ma, affinché si consolidi questo movimento, occorrerà che le speranze su cui il mercato ha riposto la sua fiducia si trasformino in conferme. E le conferme sono in definitiva tre: la centralità della politica fiscale, l'efficacia della campagna di immunizzazione, e la ripresa del ciclo economico. «L'accelerazione della ripresa economica creerà le condizioni per spingere al rialzo le aspettative sull'inflazione attesa, e rinvigorire il cosiddetto "reflation trade" alla base del consolidamento della rotazione

Nella foto Michele De Michelis, responsabile investimenti di Frame Asset Management



settoriale a beneficio dell'universo value», afferma Tilotta.

Ciclici a "V"

Alla base della previsione di una convincente ripresa economica (e di un rimbalzo dei titoli ciclici) c'è l'idea che il rallentamento del 2020 sia stato "auto-indotto" e che allentando progressivamente i lockdown le economie debbano per forza rimbalzare riportando a galla i settori più depressi, in particolare quello dei viaggi e dei trasporti, ma anche tutta l'industria pesante e i petroliferi, che beneficeranno di una ripartenza graduale anche semplicemente provocata dalla ricostituzione degli stock di magazzino. «È ipotizzabile per i prossimi mesi un recupero degli indici "value", come industriali, consumi, ma anche finanziari», spiega **Antonio De Negri**, ceo e founder di **Cirdan Capital**. «Questi ultimi potrebbero rimbalzare soprattutto se venisse confermata la ripresa a «V» dell'economia, suggerita dalla continua ripresa degli indicatori macroeconomici, dalla stabilizzazione delle revisioni sugli utili e dal miglioramento degli indici anticipatori a livello europeo». L'interesse dello strategist è rivolto soprattutto ai titoli europei appartenenti ai settori più ciclici, che hanno maturato un ritardo nella ripresa sui listini. «È quindi fondamentale guardare la previsione sui dividendi, dove ci aspettiamo un significativo recupero», dice De Negri. In questo ambito, secondo lo strategist, i titoli del trasporto più interessanti sono Deutsche Lufthansa, Airbus, Frankfurt Airport Services, InterContinental Hotels Group. Tra i petroliferi spiccano Royal Dutch Shell e Total mentre, tra i titoli industriali, Leonardo Spa, Basf, Siemens AG, Plc, ArcelorMittal SA. Nel settore automotive, infine, i titoli preferiti sono Continental, Michelin e la multinazionale di noleggio auto Sixt SE. Un capitolo a parte merita il settore finanziario. Come spiega De Negri, a oggi è in assoluto il più depresso a causa delle potenziali rettifiche sui crediti, della necessità di sovracapitalizzazione indotta e dei tassi negativi, e per queste ragioni le previsioni sono di un progressivo recupero. «Per andare peggio le banche dovrebbero scontare un drastico peggioramento dell'economia nei



Nella foto a sinistra Giacomo Tilotta, head of European equity di AcomeA Sgr. Nella foto a destra Antonio De Negri, ceo e founder di Cirdan Capital



prossimi mesi, nonostante il più grosso sforzo delle Banche centrali mai visto nella storia», aggiunge De Negri.

Le valutazioni

Ci sono poi motivi molto tecnici che consigliano di virare dal growth al value. «Nonostante un iniziale recupero del fattore value verso fine 2020, il differenziale di valutazione dei titoli value e dei titoli growth rimane a livelli massimi su base storica. Per questo motivo continuiamo a vedere un elevato potenziale in un approccio fortemente attivo con attenzione alle valutazioni», dice **Alberto Artoni**, portfolio manager US Equity di AcomeA Sgr. Secondo lo strategist, dopo la grande crisi finanziaria del 2008, le condizioni delle economie occidentali sono state caratterizzate da scarsa crescita e bassi tassi di interesse, favorendo le aziende esposte a temi strutturali di crescita. La pandemia ha spinto questo trend all'estremo, creando eccessi sui mercati che ricordano molto la bolla delle dot.com di inizio millennio. «Riteniamo che la rotazione a favore del value sarà inoltre favorita dal significativo stimolo fiscale e registriamo, a questo proposito, il ritorno del dibattito tra gli economisti sul rischio inflazione», dice Artoni. Che aggiunge: «Un ritorno, anche solo temporaneo, dell'inflazione, unitamente a un cambio di passo dell'amministrazione Biden, potrebbe essere il catalizzatore di una robusta inversione di trend rispetto a quanto visto nell'ultimo decennio». Secondo **Benjamin Melman**, global cio asset management di

DE NEGRI: «È IPOTIZZABILE PER I PROSSIMI MESI UN RECUPERO DEGLI INDICI VALUE COME INDUSTRIALI, CONSUMI MA ANCHE FINANZIARI. QUESTI ULTIMI POTREBBERO RIMBALZARE SE FOSSE CONFERMATA LA PREVISIONE DELLA RIPRESA ECONOMICA A "V"»

Edmond de Rothschild, gli investitori hanno, naturalmente, tutto il diritto di continuare a credere nei titoli growth, data l'abbondante liquidità che caratterizza il contesto attuale e la probabilità che i tassi di interesse continuino a rimanere bassi. Tuttavia, dinanzi a una traiettoria di ripresa che, sulla carta, sta prendendo forma in maniera solida, tali investitori possono correre il rischio di essere sottoesposti ai titoli ciclici e value.

Meglio un mix

Ed è proprio per questo motivo che Melman si pone l'obiettivo di ricercare il giusto equilibrio tra growth e value, oltre che tra differenti aree geografiche. Da preferire sul fronte azionario, secondo lo strategist, è il continente asiatico, Cina in testa, seguita da Giappone, Corea del Sud e Taiwan, Paesi che mostrano valutazioni interessanti e politiche fiscali in grado di sostenerne la crescita. «Gli investitori, che nel corso del 2020 erano piuttosto sottopesati su azioni e obbligazioni emergenti, stanno tornando a indirizzarsi verso queste asset class», dice il cio di Edmond De Rothschild AM, Melman. «Gli asset EM traggono vantaggio da una buona visibilità su alcuni aspetti fondamentali - come l'ottima performance della crescita cinese e la chiarezza da parte della Fed sul proseguimento della propria politica monetaria -, una valutazione a sconto rispetto agli asset confrontabili all'interno dei Paesi sviluppati, un possibile ridimensionamento dell'escalation delle tensioni di natura geopolitica». Quanto ai temi di investimento, i preferiti sono la rivoluzione legata ai Big Data e l'healthcare, che sono due scelte di crescita strutturale. Inoltre, il cambiamento d'indirizzo politico negli Stati Uniti, secondo lo strategist, non può che rendere più solide le prospettive per quei titoli che hanno un'esposizione diretta o indiretta alla transizione energetica. «Crediamo che anche l'investimento nel capitale umano giocherà un ruolo fondamentale nei prossimi anni: le aziende dovranno infatti promuovere un maggiore coinvolgimento degli stakeholder in modo da ottenere rendimenti nel lungo periodo», conclude Melman.

MELMAN: «GLI ASSET EM TRAGGONO VANTAGGIO DALL'OTTIMA PERFORMANCE DELLA CRESCITA CINESE E DALLA CHIAREZZA DELLA FED SUL PROSEGUIMENTO DELLA SUA POLITICA MONETARIA»



Nella foto sopra
Benjamin Melman, cio
di Edmond de Rothschild
Asset Management

Combinazione degli estremi

Meglio un mix anche per **Stefano Zoffoli**, responsabile strategia d'investimento di Swisscanto Invest. Secondo le sue previsioni, in ambito azionario i titoli growth continueranno a essere apprezzati dagli investitori anche nel 2021, favorendone i corsi azionari. Ma allo stesso tempo, anche i titoli value potranno ottenere ritorni interessanti. «Molti si chiederanno come ciò sia possibile, dato che le due tipologie di titoli sono una all'opposto dell'altra», dice Zoffoli. «Ma il fatto è che le cose non sono sempre così definite». Come spiega lo strategist la classificazione più usata è quella di stilare una lista dei titoli di un indice sulla base di un indicatore della valutazione (come il price-to-book) e di dividerla in due parti: cheap ed expensive o, in altri termini, value e growth. Storicamente

i titoli value, con una bassa valorizzazione, hanno percepito un premio che può, per esempio, essere giustificato da un andamento più ciclico, e quindi da una maggiore volatilità. Ed è proprio questa una delle ragioni che potrebbero sostenere i mercati value: settori come quello bancario, consumi ciclici ed energia potranno aumentare le loro vendite nella ripresa congiunturale, che si stima globalmente intorno al 6% per il 2021. In Europa questi settori sono più rappresentati rispetto agli Usa. «Ne segue che il growth, attualmente composto soprattutto dal settore IT, di cui il 28% negli Usa, è destinato ad avere risultati inferiori. Non necessariamente però avrà inizio la rotazione degli stili che si è fatta attendere negli ultimi anni», conclude Zoffoli.



Nella foto a destra
Stefano Zottoli,
responsabile strategia
d'investimento di
Swisscanto Invest