



MARKET INSIGHT

Luglio 2017



VALE ANCORA LA PENA INVESTIRE NELLE AZIONI DELL'EUROZONA?

Negli ultimi 10 anni, l'Europa non ha riscosso grande successo tra gli investitori azionari globali. La débâcle sul debito europeo e il fallimento della Grecia nel 2010 hanno contribuito all'ormai perseverante sentiment negativo sulla la "vecchia" Europa. Anche la bassa produttività, la debolezza delle istituzioni e l'elevato tasso di sindacalizzazione sono alcune delle ragioni che ha reso gli investitori stanchi dell'Europa. Sul piano degli investimenti, la ragione di questa mancanza d'interesse è stata individuata nel fatto che le azioni europee hanno sottoperformato quelle statunitensi di oltre 90 punti percentuali dal culmine della crisi finanziaria globale del 2009. Questa mancanza di solidità finanziaria ha caratterizzato anche il mercato dei cambi, dove dal picco del 2008 l'euro ha perso il 30% rispetto al dollaro USA. Tuttavia, abbiamo notato che di recente il sentiment sulle le azioni europee è mutato drasticamente, in particolare sui i titoli dell'eurozona, e che le strategie azionarie globali stanno tornando a dominare al punto da causare l'affollamento delle operazioni (crowded trade) sui titoli dell'eurozona.

In primo luogo, la recessione degli utili del 2015-2016 è finita, e il consensus del 2017 sulla crescita dell'EPS per le azioni dell'eurozona si è attestato al 18%, il valore più alto tra le regioni sviluppate. Curiosamente, questa è solo la seconda volta in un decennio che il consensus sulla crescita dell'EPS nella regione registra un miglioramento dall'inizio dell'anno, in contrasto con il trend di revisione al ribasso osservato ogni anno dal 2011. In questo scenario sarebbe lecito temere che aspettative così alte possano causare una certa delusione al momento della divulgazione dei risultati, e che le società sbagliano le previsioni durante la stagione della pubblicazione dei bilanci. Ma le cose non sono andate in questo modo. Le azioni dell'eurozona hanno chiuso il primo trimestre 2017 con buoni risultati, regalando la più bella

sorpresa degli ultimi 7 anni grazie a una crescita dell'EPS su base annua del 20% e a un aumento annuo dei ricavi del 9%. Inoltre, il 61% delle aziende ha superato dell'8% le stime sull'EPS, e l'80% ha migliorato del 3% le previsioni di vendita. A questo si aggiunge il fatto che la crescita dell'utile per azione è stata generalizzata e tutti i settori ad eccezione di quello dei servizi pubblici e degli immobili hanno registrato dati di crescita positivi. L'effetto base legato alle materie prime ha favorito gli ottimi dati di crescita degli utili e delle vendite del settore energetico e dei materiali, e la recente ripresa dell'attività economica ha contribuito a migliorare la redditività delle imprese cicliche.

Un altro argomento che depone a favore delle azioni dell'eurozona è la valutazione. Naturalmente, con un PE forward 12 mesi di 15,5x, il 15% al di sopra del valore mediano su 10 anni, le azioni dell'eurozona non sembrano più tanto a buon mercato. Tuttavia, in termini di valutazione relativa, le differenze di valore rispetto ad altre regioni azionarie e ad altre classi di attivi sono ancora ampie e vicine ai picchi della crisi. Il nostro indicatore del valore composto normalizzato segnala che le azioni dell'eurozona sono meno costose di quelle statunitensi, e questo trova ulteriore conferma nel rapporto prezzo/valore contabile (p/b) relativo, neutro rispetto al settore, che raggiunge livelli di sconto estremi. Inoltre, il rendimento del dividendo dell'eurozona è pari al 3,1%, ben al di sopra del 2% di quello statunitense e dello "yield to worst" del 2,6% delle obbligazioni europee ad alto rendimento. In termini di performance, dagli anni della crisi i titoli dell'eurozona continuano a rendere oltre il 100% in meno rispetto a quelli statunitensi in valuta locale, nonostante la recente sovraperformance. L'aspetto più sorprendente è che l'EPS dell'Eurozona è ancora inferiore di 32 punti percentuali rispetto al picco pre-crisi,

mentre l'EPS degli Stati Uniti lo ha superato del 21%. Se misurato dalla crisi in poi, il trailing EPS 12 mesi statunitense è cresciuto del 139%, mentre quello dell'eurozona ha messo a segno una crescita di soli 45 punti percentuali, il che rappresenta una differenza del 93%. Riteniamo che i titoli dell'eurozona siano sul punto di recuperare terreno e ridurre il divario rispetto alla performance e alla crescita degli utili delle azioni statunitensi, e di rimettersi al passo con le obbligazioni Euro Aggregate.

Complessivamente, dalla metà del 2016 l'attività economica nell'eurozona ha subito un'accelerazione e gli indicatori principali segnalano i valori più alti da molti anni, suggerendo che probabilmente questo slancio continuerà. Dall'inizio dell'anno, i dati non ufficiali sono particolarmente solidi: gli indici PMI e i sondaggi sul livello di fiducia non erano mai stati così alti dagli ultimi 6 anni. L'eurozona, inoltre, ha ottenuto uno dei migliori dati di crescita del PIL reale degli ultimi 10 anni, registrando un +0,6% su base trimestrale nel Q1 2017. Le banche offrono prestiti a basso costo, il mercato degli alloggi è in ripresa, è in atto una contrazione del mercato del lavoro e i governi promettono una riduzione della pressione fiscale. Il miglioramento del quadro di incertezze politiche potrebbe favorire gli investimenti. In particolare, dal 2015 la crescita economica nell'eurozona è stata trainata da alcuni motori della crescita interna, come la spesa per i consumi e gli investimenti, rendendo più ampio e flessibile lo slancio economico. La diminuzione dei prezzi dell'energia, una valuta più debole, la crescita costante dell'inflazione e la ripresa dell'attività nei mercati emergenti sono tutti fattori che hanno contribuito al recente impulso alla crescita.

I flussi finanziari complessivi nelle azioni europee sono stati negativi per

la maggior parte del 2016, ma alla fine dell'anno ha iniziato a delinearci un'inversione di tendenza. Dall'inizio dell'anno, i flussi di capitale nelle azioni europee escluso il Regno Unito ammontano a 19,3 miliardi di dollari, il che rappresenta l'aumento più consistente (+7,9%) registrato nelle regioni azionarie. La maggior parte di queste risorse è confluita nei mercati subito dopo il primo turno delle elezioni presidenziali francesi, indicando che una quota ingente di capitali era in attesa del risultato, anche se nella seconda metà del 2016 la maggioranza degli investitori globali aveva iniziato a guardare con favore ai titoli dell'eurozona. Il posizionamento nella regione resta tuttavia basso, soprattutto dopo il deflusso dei capitali post-Brexit, e riteniamo probabile che i flussi nelle azioni dell'eurozona proseguiranno per un po', dovendo recuperare l'esodo dei capitali degli ultimi anni.

Nonostante questi aspetti positivi, si stanno delineando alcuni problemi nello scenario degli investimenti nelle azioni dell'eurozona. Innanzitutto, la crescita degli utili attesa per il 2017 fa troppo affidamento sulla ripresa delle società finanziarie ed energetiche, ed è proprio da questi due settori che deriva la metà del consensus sulla crescita dell'EPS di quest'anno. Da metà novembre 2016 c'è stata una crescita dei prezzi del petrolio su base annua, di cui hanno beneficiato le società energetiche, come emerge dai risultati relativi al primo trimestre 2017. Tuttavia, il greggio WTI ha registrato un calo del 13% su base annua, e questo metterà nuovamente sotto pressione le imprese energetiche per il resto del 2017, mettendo a rischio la crescita attesa dell'EPS del settore, pari al 76%. I rendimenti delle obbligazioni nell'eurozona e negli Stati Uniti seguono un trend al ribasso da gennaio, in seguito alle minori aspettative inflazionistiche su entrambe le sponde dell'Atlantico. Se i rendimenti resteranno bassi, o scenderanno

ulteriormente, si avrà una riduzione dei margini d'interesse netti delle banche, il che potrebbe influire negativamente sul consensus circa la crescita dell'EPS nel settore finanziario.

In secondo luogo, gli economisti concordano sul fatto che la fase di accelerazione del ciclo di recupero è terminata, e probabilmente lo slancio economico nell'eurozona ha raggiunto il suo picco nel primo semestre del 2017. La crescita resterà stabile, ma le previsioni indicano una decelerazione dello slancio economico dalla seconda metà del 2017 in poi. L'aumento dei salari reali resta troppo vicino allo zero, ed è probabile che in futuro ci sarà un inasprimento delle condizioni finanziarie. La crescita del credito sta rallentando e le previsioni sulla spesa per gli investimenti indicano un peggioramento. L'incremento delle esportazioni sembra aver raggiunto il culmine per ora, e il recente rafforzamento dell'euro non fa presagire un'ulteriore accelerazione. I negoziati sulla Brexit e le incertezze politiche sono potenziali fonti di insicurezza e volatilità.

Nessun investimento presenta solo vantaggi e riteniamo che i titoli dell'eurozona offrano ancora opportunità interessanti, se il vento è a favore. La forte crescita degli utili, la valutazione relativa interessante, lo slancio economico in fase di decelerazione ma flessibile, il posizionamento leggero degli investitori e le minori incertezze politiche hanno contribuito a rendere più positivo il sentiment degli investitori sulle azioni dell'eurozona, anche se s'intravede qualche nuvola all'orizzonte. In termini di investimenti, il punto di forza potrebbe essere rappresentato dalle società nazionali di medie dimensioni, al di fuori del settore finanziario ed energetico, con crescita stabile e generazione costante di flussi di cassa.



MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

“Dall’inizio dell’anno, i dati non ufficiali sono particolarmente solidi: gli indici PMI e i sondaggi sul livello di fiducia non erano mai stati così alti dagli ultimi 6 anni.”

INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto viene fornito da REYL & Cie Holding SA o/e una delle sue entità (qui di seguito "REYL") solo a titolo indicativo, è destinato solo ad un uso interno e non potrà in nessun caso costituire un'offerta, una consulenza o una raccomandazione di acquistare o vendere un valore mobiliare o di effettuare qualsiasi transazione, né peraltro una consulenza di altro tipo, in particolare all'attenzione di un destinatario che non sia un investitore qualificato, accreditato, eleggibile e/o professionale. Esso è destinato ad un uso esclusivo da parte del suo destinatario e non potrà, per qualsivoglia altra ragione, essere trasferito, stampato, scaricato, utilizzato o riprodotto. REYL dedica la massima attenzione alla preparazione ed all'aggiornamento delle informazioni di tale contenuto, ottenute da fonti autorevoli, senza tuttavia garantirne la pertinenza, l'esattezza, l'eshaustività. Pertanto REYL, nonché i suoi amministratori, direttori, dipendenti, operatori ed azionisti, non assumono alcuna responsabilità per le perdite ed i danni di qualsivoglia natura derivanti dall'uso delle informazioni di tale contenuto. Esso è previsto esclusivamente per un destinatario che comprenda ed assuma tutti i rischi impliciti ed espliciti che ne derivano. Tutte le decisioni prese dal destinatario in materia di investimenti dipendono dalla sua sola responsabilità e si basano esclusivamente sulla sua valutazione indipendente (e da quella dei suoi consulenti professionisti) della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi di investimento, dei rischi specifici, dei criteri di eleggibilità, delle conseguenze giuridiche, fiscali, contabili, nonché sulla sua interpretazione delle informazioni. REYL non si assume nessuna responsabilità per quanto riguarda l'adeguatezza o meno delle informazioni, delle opinioni, dei valori mobiliari, dei prodotti citati in questo contenuto. Le performance passate di un valore mobiliare non garantiscono le sue performance future. Il presente contenuto è stato preparato da un dipartimento di REYL che non costituisce un'unità organizzativa responsabile dell'analisi finanziaria. REYL è soggetta a esigenze normative e prudenziali distinte ed alcuni valori mobiliari e prodotti di investimento non possono essere offerti in tutte le giurisdizioni o a qualsiasi tipo di destinatario. Il destinatario deve dunque conformarsi alle normative locali. Non vi è alcuna intenzione da parte di REYL di offrire valori mobiliari o prodotti di investimento in paesi o giurisdizioni ove tale offerta fosse illegale in virtù del diritto interno applicabile.