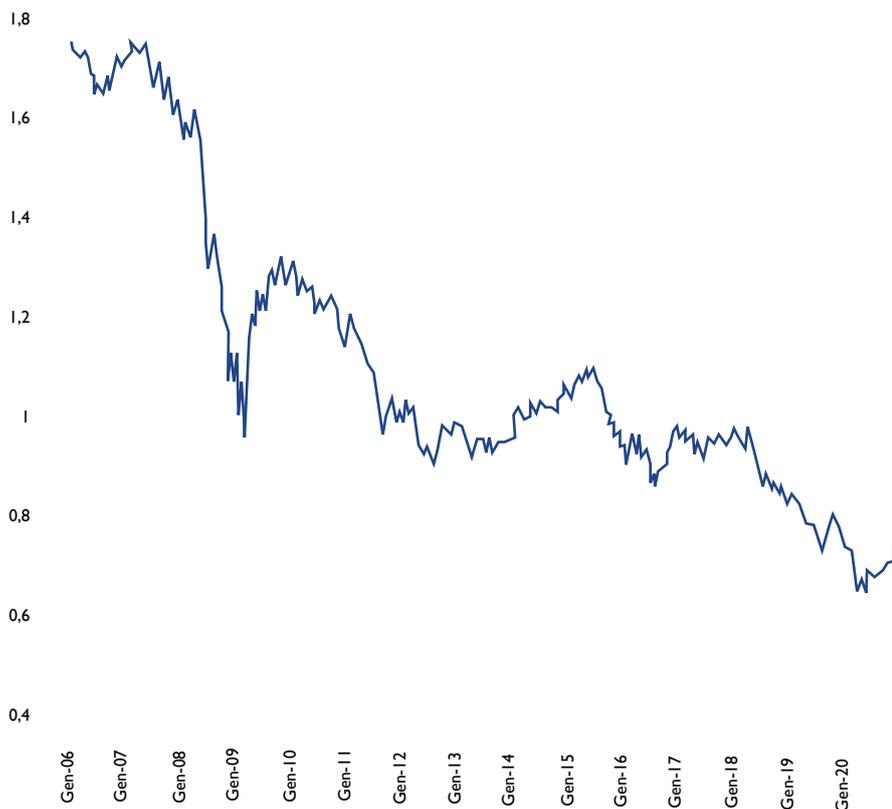


Un azionario conveniente, ma non solo

I mercati europei, che dall'autunno sono cresciuti con forza, sono pieni di titoli value e ciclici, che saranno chiaramente influenzati dalla ripresa economica, se ci sarà davvero. Nella realtà, se si cerca con attenzione, non mancano opportunità anche nei settori più avanzati. E se la pandemia sarà meno pesante nei prossimi mesi, altri comparti legati al turismo e al lusso potrebbero vedere un forte recupero. E tra le mid e le small cap si possono trovare veri e propri gioielli

Fare una valutazione del 2020 per l'azionario europeo non è un'impresa delle più semplici. Ciò che si può affermare con una certa convinzione è che ancora una volta l'equity del Vecchio continente ha mostrato un elevato livello di beta nei confronti dell'andamento dell'economia e delle sue aspettative. Le performance complessive sono state deludenti rispetto ad altre parti del mondo, anche se negli ultimi mesi si sono visti buoni segnali di vitalità. Per il resto non c'è dubbio alcuno che i rendimenti impallidiscono rispetto al ruggente anno di Asia e Stati Uniti: l'indice Msci Europe, che raccoglie azioni dei 15 maggiori mercati continentali classificati come sviluppati, ha riportato un total return in dollari del 5,93%, un valore che impallidisce rispetto al +29,67%, sempre espresso nella divisa statunitense, dell'Msci China. In particolare, poi, nel continente asiatico si trovano piazze, come quella coreana e taiwanese, che hanno visto incrementi di parecchio superiori al 40% e che hanno messo a segno un record dopo l'altro. Lo scarto appare poi particolarmente impressionante, se si considera anche il fatto che l'euro ha visto notevoli incrementi di valore, peraltro non solo rispetto al biglietto verde, ma anche nei confronti di quasi tutte le altre monete.

Se analizziamo nel dettaglio come si è arrivati all'evoluzione dell'anno passato, scopriamo diversi elementi interessanti da cui partire per un'analisi delle prospettive future delle borse europee. Lo Stoxx 600, che copre una vastissima porzione di tutto il panorama equity continentale, ha evidenziato una perdita dai massimi di febbraio ai minimi dell'anno di qualche decimale inferiore al 40%. Si tratta di un crollo in verità non molto diverso rispetto a quanto sperimentato in altre parti del mondo: nello stesso frangente l'S&P 500 ha lasciato sul terreno oltre il 34%. Nei mesi



successivi è però emerso un gap in termini di performance, a testimonianza della profondità della botta economica subita e del difficile ritorno alla normalità, nonostante l'impressionante fiammata del terzo trimestre. Infatti

parliamo di listini continentali dove giocano un peso importante azioni tipicamente cicliche quali energia, banche e servizi finanziari vari, nonché beni di consumo discrezionali e industriali. In questo ambito, sicuramente

in un'ottica di maggiore respiro temporale, vanno distinti all'interno del value europeo società e settori strutturalmente in crisi da altri che si trovano invece in difficoltà temporanee dovute alla pandemia. Ciò nonostante, però, per lunghi mesi il recupero è stato sicuramente meno esplosivo, rispetto alla media globale, in particolar modo se si considerano programmi come il Pepp da parte della Bce, l'inflazione e i rendimenti nominali e reali dell'obbligazionario europeo, che contribuiscono alla persistenza di un notevole equity risk premium.

Dai minimi di giugno, infatti, si è avuto un incremento dello Stoxx, in termini di price return, intorno al 48,5%. Si tratta di una risalita non certo banale, ma che è risultata di gran lunga inferiore al +67% dell'S&P 500. Per avere un'idea sempre sul piano del price return, l'indice europeo ha chiuso comunque il 2020 in territorio lievemente negativo. Se si analizzano le prospettive macro, infatti, l'Europa si trova oggi a mostrare grandi eccellenze in segmenti e nicchie che però si trovano particolarmente colpiti dal coronavirus. Anche la politica fiscale, che ha ormai raccolto il testimone come importanza da quella monetaria, non è comunque così espansiva e immediata a livello temporale e ha messo ancora una volta il Vecchio continente nella condizione di dovere in gran parte dipendere dalla congiuntura esterna per la propria ripresa.

UN FORTE OTTIMISMO

Sicuramente la dinamica fra un manifatturiero internazionale vitale e un settore dei servizi sofisticato, ma dipendente dalla normalizzazione sanitaria, non aiuta, ma al tempo stesso non ci si può dimenticare che a partire dall'autunno gli investitori hanno deciso di abbandonarsi a un forte ottimismo sull'andamento futuro, che si è protratto fino a oltre la fine del 2020 coinvolgendo anche gennaio e la prima metà di febbraio di quest'anno. L'Europa (in particolare quell'insieme di aziende che rientra nel cyclical value) si è trovata nel quarto trimestre coinvolta in pieno in questa ondata di euforia con un andamento e caratteristiche ben sintetizzati dal Team del portfolio equity research di **Goldman Sachs**: «Da ottobre all'inizio di gennaio l'indice Stoxx 600 europeo è salito di oltre il 20%, arrivando a scambiare con un P/E forward di 17,9. Si tratta di un record, se si escludono le vette viste durante la prima ondata di internet. Riteniamo che però vi sia spazio per crescere ancora, grazie a un forte recupero



Small cap, il growth europeo

Finora l'analisi dell'equity europeo è stata concentrata su temi prettamente value e ciclici, protagonisti di un notevole rally a partire dall'autunno e dalle prospettive potenzialmente notevolissime, ma anche terribilmente rischiose. Sarebbe sbagliato però ridurre l'Europa alla caricatura di un'economia legacy, caratterizzata da manifatturiero di qualità e beni di lusso, ma non molto altro. Sicuramente, se si fa il confronto con Asia e Stati Uniti, mancano colossi legati al mondo consumer delle tecnologie digitali, ma ciò non toglie che vi sia un bel po' di aziende che dominano in alcune nicchie tecnologiche fondamentali per il funzionamento della new economy. In generale, pur in maniera imprecisa come in tutte le approssimazioni, spesso gli investitori identificano nel mondo delle small e mid cap europee un profilo più squisitamente growth, rispetto alle sorelle maggiori.



MINE TEZGUL
gestore di portafoglio
Columbia Threadneedle
Investments

UN BIENNIO POCO BRILLANTE

Non sorprende, dunque, che nel corso del 2020 questa asset class abbia visto una ripresa dopo un 2018 e 2019 non brillantissimi. Infatti in quel biennio l'attenzione degli investitori sul growth europeo si era spostata, in linea con quanto successo in America, sulle grandi capitalizzazioni. Nel caso specifico a venire avvantaggiati erano stati soprattutto i più grandi e competitivi gruppi farmaceutici e i leader del lusso.

La pandemia ha però riportato l'attenzione sui temi a maggiore impatto futuro, che dalle nostre parti si concretizzano in ampie opportunità fra i gruppi a minore dimensione. Un quadro indicativo viene costruito da **Mine Tezgul**, gestore di portafoglio di **Columbia Threadneedle Investments**: «Le società europee di minori dimensioni hanno mostrato una buona tenuta durante la crisi pandemica. Nell'arco dei 12 mesi sino a fine settembre 2020, l'indice Emix Europe ex Uk small cap ha generato un rendimento totale del 5,7% in euro, mentre il rendimento in sterline è stato dell'8,4%, a fronte del -7,3% (in euro) dell'Msci Europe, un indicatore attendibile delle performance delle large cap. Probabilmente, questi risultati non erano del tutto scontati all'inizio. Le imprese più piccole sono soggette a rischi maggiori e possono essere colpite più duramente in una fase di rallentamento economico, perché sono meno diversificate e hanno solitamente risorse minori su cui contare».

UN EFFETTO PANDEMIA POSITIVO

Ma come ci approcciarci a questo contesto d'investimento, specie durante una crisi? «La pandemia globale ha accelerato molti trend già individuati come fattori di crescita strutturali per le tipologie di aziende che noi prediligiamo», continua Mine Tezgul.

continua a pag 30

degli utili e all'elevato equity risk premium. Per i profitti prevediamo un aumento degli Eps rispettivamente del 40% e 12% nel 2021 e 2022. Si tratta di stime un po' al di sopra del consensus attuale. Inoltre, il premio al rischio è intorno al 6,5%, un valore, dunque, che è rimasto elevato anche dopo l'ascesa dei corsi negli ultimi mesi. Pensiamo anche che i titoli value e alcuni ciclici continueranno a sovraperformare, grazie al miglioramento dell'economia globale, a rendimenti obbligazionari più elevati e all'aumento da parte degli investitori dell'esposizione a questi temi, che rimane piuttosto bassa».

Dunque con l'America carissima e il dollaro non più così solido e l'Asia che ha già messo a segno performance fenomenali, il mercato azionario europeo si trova a godere di vantaggi di non poco conto, anche se le quotazioni, rispetto alla propria media storica, non sono da considerare da stagione dei saldi. Detto ciò, però, in un mondo in cui si guarda con



«Ad esempio, la digitalizzazione e l'aumento del consumo di dati hanno continuato ad avallare la legge di Moore e ad alimentare la spesa per investimenti in semiconduttori, che favoriscono le imprese leader nei mercati di nicchia delle tecnologie per semiconduttori. Al contempo, le principali società di pagamenti europee, che hanno potenziato il proprio potere di fissazione dei prezzi attraverso il consolidamento, hanno registrato una crescita vigorosa grazie al continuo passaggio dai contanti ai pagamenti elettronici, sospinto dalle scelte dei consumatori e dalle normative. Anche le aziende che producono test diagnostici e tecnologie medicali hanno ampliato notevolmente le proprie basi, grazie agli investimenti nell'automazione e nell'innovazione nel settore sanitario, che sosterranno per molti anni la crescita dei loro ricavi ricorrenti. Ancora, le piattaforme tecnologiche che godono di un forte effetto di rete hanno rafforzato la propria posizione conquistando nuove categorie di clienti "vischiose" a fronte dell'accelerazione del passaggio alle transazioni online in settori come commercio elettronico, online banking, consegne alimentari e giochi online. Riteniamo che questi trend rimarranno intatti e che, abbinati ai vantaggi competitivi, decreteranno i vincitori nel lungo termine».

AZIENDE POCO NOTE PADRONE DI TECNOLOGIE FONDAMENTALI

Come si può capire da questo intervento, macro-trend quali i microchip, la sanità del futuro e i servizi internet come il fintech, trovano in Europa sbocco in una serie di aziende meno note al grande pubblico consumer, però spesso padrone di tecnologie di nicchia fondamentali. Va detto comunque che la rotazione è stata indotta anche in questo caso dall'euforia generata dalla prospettiva dell'arrivo di vaccini anti-Covid. L'effetto, inoltre, è stato ampliato anche dal fatto che in ambito small e mid la copertura in termini di ricerca è minore e quindi spesso queste aziende sono meno presenti nei portafogli internazionali.

C'È ANCHE L'ITALIA

In generale l'entusiasmo per l'inversione del ciclo negli ultimi mesi del 2020 si è esteso al di là dell'ossessione per la new economy, andando a coinvolgere anche mercati fino a quel momento piuttosto negletti, come quello italiano, dove le capitalizzazioni minori tendono a mostrare un profilo più orientato ai consumi discrezionali. Interessante, ad esempio, quanto riportato da **Gilles Guibout**, gestore del fondo **Axa Wf Framlington Italy**, di **Axa Investment Managers**: «Guardando a Piazza Affari, le prospettive di ripresa economica stanno favorendo i settori ciclici (consumo discrezionale e titoli industriali) a discapito di quelli più difensivi (telecomunicazioni, utility, beni di prima necessità). Il ritrovato appetito per il rischio è particolarmente visibile nelle performance delle piccole e medie imprese».

Per quanto riguarda l'immediato futuro, le società di minori dimensioni europee si trovano in un paradigma particolarmente favorevole, in quanto offrono la possibilità di diversificare attraverso linee di crescita strutturali e comparti più ciclici, con in più quotazioni che hanno appena ripreso a recuperare un gap abnorme, a confronto della media storica, rispetto alle large cap del Vecchio continente. C'è dunque la possibilità concreta per gli investitori di sfruttare un trend di ritorno alle sovraperformance rispetto alle sorelle maggiori, che ha visto un paio d'anni di deviazione dal normale. Senza contare che proprio in quest'ambito si trova la possibilità di non dovere puntare interamente sulla contingenza della ripresa economica.



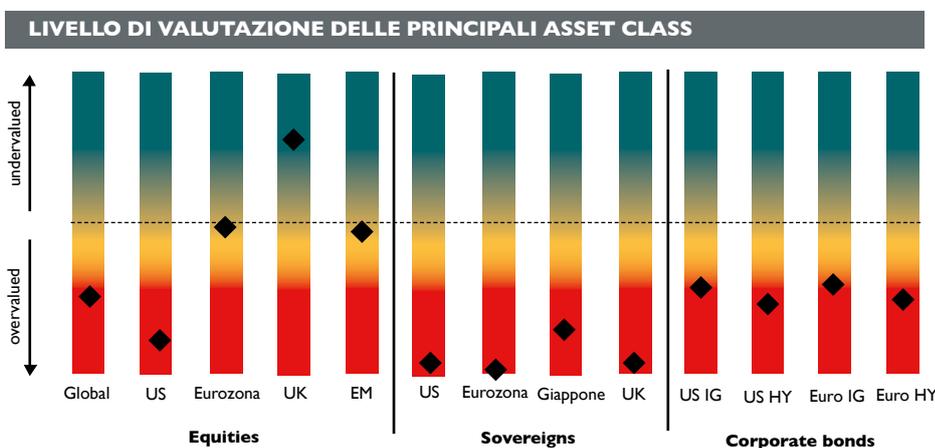
sempre maggiore interesse a una rotazione al di fuori dei temi ossessivi degli ultimi anni, il fatto di avere in Europa uno degli azionari più economici e ciclici del mondo, a fronte di un reddito fisso dalle quotazioni stratosferiche, senz'altro aiuta in uno scenario di ripresa economica. Interessante al proposito il parere del Team di analisi di **Nn Investment Partners**, che ricorda che lo stacco fra Stati Uniti e Vecchio continente, a livello di multipli, assume contorni ben più ampi della mera differenza in termini di composizione settoriale: «Non possiamo fare a meno di osservare l'esistenza di enormi differenziali nelle valutazioni fra le diverse regioni, sia per quanto riguarda il P/E, sia per ciò che concerne l'equity risk premium. In generale gli Stati Uniti risultano più cari rispetto ad altre piazze sviluppate, principalmente a causa della diversità nella composizione settoriale. Infatti, segmenti growth ad alto prezzo, quali la tecnologia e i servizi di comunicazione, occupano un peso

maggiore in America rispetto all'Europa o al Giappone, in cui a dominare sono i comparti value e ciclici. Però, anche dopo avere corretto sulla base di questa discrepanza, permangono notevoli gap di valutazione. Il che porta a un'interessante conclusione: l'Eurozona e il Giappone, aree in cui è atteso il maggiore rimbalzo degli utili, sono anche quelle meno costose. Ciò apre interessanti opportunità di investimento, tanto che per il 2021 preferiamo orientarci su listini al di fuori degli Usa con l'Europa in pole position».

Dando per buono l'assunto di un forte rimbalzo di profitti e cash flow nel nostro spicchio di mondo, non appare irragionevole pensare a un'evoluzione che preveda un ritorno delle allocazioni istituzionali europee verso l'equity, dato il quadro difficile dei rendimenti sull'obbligazionario. A ciò si dovrebbe accompagnare anche una rotazione dall'estero, America in primis, dove equity risk premium e valutazioni oggi appaiono poco giustificabili, anche incorporando le aggressive previsioni di crescita di segmenti come la tecnologia e i servizi internet nei prossimi anni.

OPPORTUNITÀ SUL DEEP VALUE

A questo punto però bisogna tornare su una questione fondamentale, ossia che nel vasto insieme definito come value e ciclici europei si trovano almeno tre differenti segmenti. Da una parte i gioielli industriali lungo tutto lo spettro delle capitalizzazioni, ma con autentiche gemme a livello di small e mid cap, già inseriti nella ripresa mondiale. Dall'altra i gruppi legati in buona parte al lifestyle, dal turismo al lusso, che necessita di una rapida normalizzazione sanitaria, e, infine, tutto l'insieme



Fonte: Allianz Global Investors, Bloomberg, Datastream. Data as at november 2020. Valuation score=current score relative to historical distribution of scores. Equity valuation based on Shiller-PE, price/book, 12-month forward PE. Sovereign valuation based on 10-year real interest rate and term premium. Corporate-bond valuation based on implicit default probability and respective sovereign valuation.

di società che potremmo definire come residui del passato. Ovviamente il riferimento è a comparti quali le banche e l'energia, che sono, sia in una crisi strutturale, sia con un elevato beta nei confronti della pandemia.

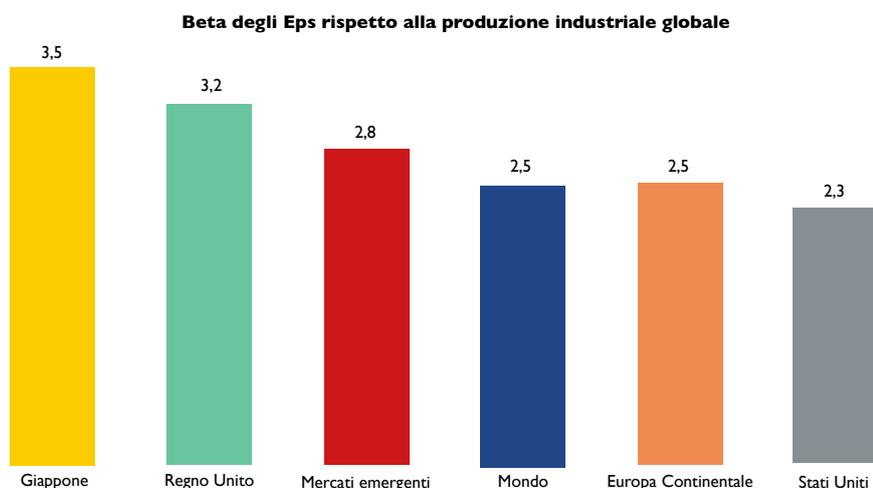
In molti casi su questi pezzi dell'azionario continentale si trovano opportunità a multipli ormai rarissimi all'interno del panorama globale. Per questa ragione, ad esempio, il Team del portfolio equity research di **Goldman Sachs** annovera fra le proprie scelte principali in Europa, «l'energia, i materiali di base, le risorse minerarie e indici come il Dax 30 e il Footse 100».

In particolare il discorso sull'azionario britannico costituisce forse l'esempio più pertinente. La borsa locale viene ormai da diversi anni non facili, a causa del forte peso di multinazionali che sono fra i massimi protagonisti dei segmenti deep value menzionati. A ciò si

è aggiunta la disastrosa gestione della pandemia, nonché un accordo non proprio ottimale in ambito Brexit, tutti elementi che non fanno sperare benissimo circa le prospettive macro future del paese. In questo contesto, vale la pena menzionare il ragionamento del Team di **Allianz Global Investors** sulle occasioni d'acquisto in terra d'Albione: «Se guardiamo oltre la pandemia in corso, l'equity del Regno Unito presenta problemi strutturali, nello specifico la sua composizione settoriale. Infatti si tratta di un mercato con un numero limitato di società tecnologiche e dalle caratteristiche growth, mentre vi è una forte abbondanza di gruppi della old economy e operanti in ambiti strutturalmente in crisi. Sicuramente, ciò limita il potenziale di rialzo, però, anche tenendo conto di questo fattore, la Gran Bretagna appare come una piazza decisamente economica. Infatti, un altro elemento da considerare è il fatto che non vi è un forte legame fra azionario locale ed economia britannica. Molte delle maggiori aziende del Paese sono nella realtà gruppi multinazionali che ricavano la maggior parte dei fatturati e dei profitti all'estero. Il che significa peraltro che traggono beneficio da una sterlina debole, in quanto le vendite fuori dai confini acquistano maggiore valore». Come si può notare dai grafici riportati, il listino azionario di una delle economie più moderne e orientate ai servizi del pianeta si trova oggi a mostrare il grado di sottovalutazione più elevato all'interno dell'equity globale, oltre che il beta maggiore rispetto all'andamento della produzione industriale del pianeta.

Una contingenza disastrosa in alcuni parti d'Europa ha dunque portato a multipli tal-

IL MERCATO USA È IL PIÙ DIFENSIVO



Fonte: Edmond de Rothschild Asset Management (Francia). Credit Suisse Research al 31/12/2020

Innovazione, ce n'è tanta anche nel Vecchio continente

a cura di Arianna Cavigioli

Parlando d'innovazione, spesso si guarda unicamente alle big tech Usa e alla Silicon Valley. Ma anche in Europa si trovano società leader del processo di disruption globale in molteplici e diversificati settori. Uno scenario che determina opportunità di stock-picking per gli investitori lungo la curva di adozione dell'innovazione, con un solido potenziale di generazione di alfa. Ad analizzarlo è **Anis Lahlou**, chief investment officer di **Aperture Investors**, parte della piattaforma multi-boutique di **Generali Investments**.



ANIS LAHLOU
chief investment officer
Aperture Investors

In tema di disruption, l'Europa appare spesso in ritardo rispetto agli Usa: perché avete deciso di puntare sulle azioni dell'area Ue attraverso la lente dell'innovazione?

«Dopo avere investito per decenni nel mercato azionario europeo, sono convinto che alcune delle aziende più innovative al mondo siano basate in Europa, ma sono spesso trascurate e sottovalutate per le dinamiche del mercato azionario globale. L'innovazione nel Vecchio continente si trova ovunque e non riguarda solo le società tecnologiche o digitali: ogni settore sta innovando. Per citarne alcuni, le banche, le automobili e i beni di consumo sono comparti particolarmente importanti in Europa, una regione con capacità di produzione ampie e diversificate in tutto il continente».

Il Covid 19 ha notevolmente accelerato la digitalizzazione dell'economia. Quale impatto ha avuto sulle aziende europee?

«Penso che sia interessante concentrarsi sulle società europee che hanno colto lo scenario attuale come un'opportunità per apportare cambiamenti permanenti ai loro modelli di business, per uscire più forti dalla crisi. Per molte imprese, il Covid ha rappresentato un'occasione per adattare e trasformare radicalmente le proprie attività e i loro modelli».

Oggi gli investimenti tematici sono in cima all'agenda di tutti coloro che operano sui mercati. Come possono sfruttare il trend legato all'innovazione?

«Penso che l'innovazione non sia solo un tema o un trend d'investimento: è il trend più importante, che abilita a sua volta altri trend. Di recente c'è stata un'esplosione di disruption, con la proliferazione dell'intelligenza artificiale e del machine learning in vari settori, così come la realtà aumentata e la realtà virtuale registrano una rapida ascesa con il 5G. Inoltre, assistiamo a una massiccia innovazione nel campo dell'energia rinnovabile, dei dispositivi indossabili, nelle soluzioni per i pagamenti e nella telemedicina. L'elenco è estremamente diversificato. Spesso, quando ci riferiamo all'innovazione, pensiamo immediatamente alla tecnologia e alla Silicon Valley, ma io ritengo che qui, in Europa, siano presenti molte opportunità interessanti e meno affollate».

Perché è fondamentale avere un approccio attivo per operare su questi mercati?

«È molto difficile cogliere queste opportunità se non sei attivo. Per identificare le aziende con un potenziale d'innovazione, che spesso non sono incluse negli indici maggiori come l'Msci Europe, la sola opzione è essere un gestore attivo».

Osservando i diversi settori, dove vede le opportunità più interessanti?

«Quest'anno, senza dubbio, è stato di gran lunga l'anno dei veicoli elettrici, dove i player statunitensi hanno compiuto enormi passi avanti. Tuttavia, spesso ignoriamo che molti componenti dei mezzi di trasporto elettrici provengono da fornitori europei, che trarranno beneficio dalle solide prospettive di crescita di questo comparto. Un'altra grande opportunità è legata alle energie rinnovabili, dove l'Europa gode di un vantaggio. È l'altro aspetto del veicolo elettrico: nei giorni più recenti, le stazioni di carburante vengono difficilmente rinnovate, in quanto l'utilizzo di questa fonte di energia sta diminuendo. E, per quanto riguarda le rinnovabili, osserviamo che oggi otto dei dieci maggiori produttori mondiali di energia eolica e solare sono europei. Ci sono davvero molte opportunità, che emergono in tutti i settori in cui queste nuove tecnologie possono essere applicate».

mente bassi da giustificare un investimento, almeno di breve termine, contando sul fatto che comunque non è che banche, miniere ed energia spariranno domani per via di fintech, rivoluzione energetica e criteri Esg

sempre più stringenti. Tutto ciò, però, va considerato in concomitanza con un gigantesco caveat: che l'economia europea e il resto del ciclo mondiale effettivamente accelerino come previsto in questo 2021, por-

tando così al fortissimo rimbalzo dei profitti visto all'orizzonte da quasi tutti gli investitori. Una qualsiasi delusione sotto quel profilo rischia di trasformare l'azionario europeo in una value trap mortale.