



ALTERNATIVI

Aggiornamento sul fronte *value*: Dov'è la prossima nicchia di opportunità?

June 30, 2017

Un anno fa, Norm Boersma, Cindy Sweeting ed Heather Arnold, Templeton Global Equity Group, hanno scritto un articolo per Beyond Bulls & Bears che illustrava i segnali di una ripresa dei titoli *value*. A fronte del rialzo in corso dei titoli *value* globali, il terzetto si unisce al collega Tucker Scott per illustrare dove rileva le prossime aree di potenziali opportunità ignorate, per gli investitori pazienti in cerca di occasioni.

Negli ultimi 18 mesi, abbiamo osservato l'inizio di un rialzo dei titoli *value*, che hanno messo a segno un rimbalzo rispetto ai minimi ventennali del 2015. Nel 2016, i titoli *value* hanno sovraperformato quelli *growth* con il margine più ampio da oltre un decennio.¹ Un anno fa avevamo analizzato alcune ragioni del rialzo in quest'articolo per Beyond Bulls & Bears.

Ora, mentre è in corso il rialzo dei titoli *value*, l'interrogativo che ci siamo posti è il seguente: dov'è la prossima area di potenziali opportunità nel lungo termine per gli investitori globali?

Riteniamo che nell'attuale contesto le azioni al di fuori degli Stati Uniti appaiano eccessivamente attraenti rispetto ai titoli statunitensi.² L'attuale tesi a favore dei titoli non statunitensi ricorda sotto molti aspetti quella per i titoli *value* che abbiamo proposto negli ultimi 18 mesi.

I titoli non statunitensi appaiono sottovalutati, hanno sottoperformato quelli statunitensi e possiedono potenziali catalizzatori che potrebbero favorire un'inversione di tendenza.³

Vi è inoltre una forte relazione storica tra titoli *value* ed azioni non statunitensi. Negli ultimi due decenni, i titoli non statunitensi hanno tendenzialmente sovraperformato quelli statunitensi quando il segmento *value* si mette in moto.

Vi sono parecchie possibili spiegazioni a questa relazione. Tra queste, una rappresentazione solitamente più ampia dei settori ciclici nei mercati al di fuori degli Stati Uniti ed un livello generalmente più elevato di leva operativa in questi mercati, attribuibile ai maggiori costi fissi ed alla minore flessibilità del lavoro. Riteniamo inoltre che il recente sconto di valutazione applicato alle azioni non statunitensi "più rischiose" crei spazi di rivalutazione più ampi.

Sebbene la ripresa del segmento *value* rappresenti un fattore potenzialmente molto favorevole per i titoli non statunitensi, vi sono anche alcuni pilastri fondamentali che supportano la tesi d'investimento in titoli non statunitensi.

Valutazioni: "più basse" al di fuori degli Stati Uniti

La sovraperformance dei titoli statunitensi rispetto ai non statunitensi in quest'ultimo ciclo è stata storica. La nostra esperienza suggerisce che i titoli statunitensi appaiono generalmente costosi ed offrono limitate prospettive di rendimento nel lungo termine rispetto agli attuali livelli, se rapportati con la loro storia nel lungo periodo.

Il rapporto prezzo-utile corretto per il ciclo (CAPE) nel mercato azionario statunitense si aggira attualmente intorno a 25. Il CAPE è una misura importante perché è teoricamente robusto ed ha storicamente dimostrato una correlazione statisticamente significativa con i rendimenti futuri. L'attuale rapporto CAPE sul mercato azionario statunitense implica un rendimento reale totale a 10 anni (inclusi dividendi ed inflazione) di circa il 5% annualizzato. Confrontiamo ora tale dato con le azioni non statunitensi. Con un CAPE di 11-12, i mercati europei ed emergenti si sono di recente mossi a livelli storicamente congruenti con guadagni annualizzati reali a due cifre nei 10 anni successivi.⁴

Come sempre, quando i cicli di mercato maturano, il valore nel lungo termine emerge spesso tra i titoli più ignorati e trascurati. Intendiamo pertanto ricercare al di fuori degli Stati Uniti le potenziali opportunità più forti.

Catalizzatori: quattro propulsori interessanti per il futuro

La tesi corrente a favore dei titoli non statunitensi rispetto a quelli statunitensi ipotizza un'inversione della media finale delle tendenze di valutazione e delle performance storicamente divergenti. Ma quali potrebbero essere i catalizzatori di tale andamento? Il dato incoraggiante è che vediamo emergere sempre più vari potenziali elementi positivi, tra i quali sono inclusi catalizzatori economici fondamentali, catalizzatori societari, politici ed a livello di politica monetaria.

1. Fondamentali economici

Il ciclo economico statunitense appare vulnerabile a mano a mano che si attenua l'euforia per la deflazione successiva alle elezioni. L'attuale ripresa statunitense, ora destinata a diventare la terza storicamente più lunga, è stata anche l'espansione economica più debole dalla seconda guerra mondiale, con un tasso di crescita annuale media di appena il 2% in un periodo di 8 anni.⁵ Basterebbe poco a mettere a repentaglio tale crescita modesta, soprattutto alla luce delle continue attese elevate.

D'altra parte, la crescita europea ha accelerato, mentre le previsioni sono rimaste basse. In cinque degli ultimi sei trimestri, la crescita del prodotto interno lordo in Europa ha infatti raggiunto livelli pari o superiori a quelli della crescita degli Stati Uniti.

2. Fondamentali societari

Riteniamo che il miglioramento dell'economia globale dovrebbe contribuire a sostenere i fondamentali societari al di fuori degli Stati Uniti. Nei prossimi 12 mesi, la crescita degli utili delle società incluse nell'Indice MSCI All Country World ex-US Index è in effetti destinata a superare nettamente quella delle aziende inserite nell'Indice S&P 500.⁶ Tale crescita parte da una base bassa.

La percentuale di utili societari globali attribuibile a società non statunitensi è al 43%, il minimo degli ultimi 13 anni.⁷ Era dal periodo immediatamente successivo alla famigerata bolla dei titoli TMT (tecnologia, media e telecomunicazioni) che gli Stati Uniti non detenevano una percentuale così preponderante degli utili societari globali. Il contrasto tra gli utili societari negli Stati Uniti ed in Europa appare particolarmente evidente.

Tali condizioni solitamente non durano in eterno ed emergono già alcuni segnali indicanti una normalizzazione delle condizioni degli utili relativi.

3. Condizioni politiche

La risposta politica statunitense alla crisi finanziaria globale è stata rapida ed aggressiva, il che spiega in parte perché l'economia del paese si sia ripresa tanto più velocemente rispetto ad altri mercati primari sviluppati.

Tuttavia, a fronte dell'incremento dell'inflazione e della crescente preoccupazione dei politici per gli effetti distorsivi di parecchi anni di politica monetaria straordinariamente accomodante, la Federal Reserve (Fed) sembra ora decisa a continuare ad aumentare i tassi d'interesse.

Gli stimoli fiscali proposti dal Presidente Trump potrebbero contribuire a compensare la stretta monetaria statunitense, ma devono essere ancora definiti, approvati, finanziati ed attuati, il che richiede tempo.

Al contempo, l'Europa sta entrando in un raro periodo di allentamento fiscale e monetario coordinato. In senso lato, mentre negli Stati Uniti prosegue la stretta, in tutto il mondo permane una condizione di discreto allentamento della politica monetaria.

La sostanza è che la stretta della politica monetaria statunitense potrebbe rappresentare un fattore sfavorevole per la maturazione della fase di mercato rialzista negli Stati Uniti, mentre al di fuori le condizioni accomodanti potrebbero contribuire ad un'accelerazione della nascente ripresa in altre regioni.

4. Condizioni politiche

L'incertezza politica nei mercati al di fuori degli Stati Uniti ha da tempo innervosito gli investitori avversi al rischio e riteniamo che tali paure siano ora eccessive, nel contesto odierno. L'Europa è passata da una crisi all'altra ed il voto che a giugno 2016 ha sancito l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea ha traumatizzato l'establishment pro-euro, sollevando timori di un effetto domino.

Ma il Regno Unito (con la propria lingua, una banca centrale indipendente, una valuta sovrana e la separazione fisica dal continente) ha sempre mantenuto una sana dose di euroscetticismo.

L'ascesa dei politici nazionalisti anti-euro in vari paesi della regione non rappresenta una minaccia all'unione esistente. Vale tuttavia la pena notare che la maggioranza, in gran parte dei paesi europei, approva l'euro e ne vuole la sopravvivenza.

I recenti risultati elettorali in Austria, nei Paesi Bassi ed in Francia indicano che la maggioranza continua a sostenere l'esperimento europeo. Ma anche nel caso di una crisi, i meccanismi di tutela istituzionale in Europa sono più forti che mai. Tra questi figurano il Fondo europeo di stabilità finanziaria (EUR 500 miliardi), che a nostro avviso dovrebbe essere sufficiente a supportare il sistema bancario, qualora ve ne fosse bisogno.

Al contempo in Cina, la seconda economia mondiale, il Presidente Xi Jinping dispone di ogni genere di incentivo per mantenere la stabilità in previsione del Congresso del Partito nel prossimo autunno, in occasione del quale conta di attuare una serie di avvicendamenti alla guida del Partito Comunista allo scopo di consolidare il potere politico.

In Giappone, il Primo Ministro Shinzo Abe ha di recente proposto due nuovi governatori della Bank of Japan che, se eletti, ne consoliderebbero l'influenza sulla politica della banca centrale, assicurando probabilmente il rispetto del suo programma politico di stimoli.

In sintesi, le basse quotazioni azionarie sembrano aver amplificato il rischio politico nei mercati non statunitensi. Al tempo stesso, i titoli statunitensi hanno continuato a toccare nuovi massimi e sembrano fondamentalmente sottovalutare i rischi associati ad uno dei climi politici storicamente più incerti e divisi.

Conclusione: valore interessante nei mercati al di fuori degli Stati Uniti

A mano a mano che l'atteso rialzo dei titoli value si rafforza, riteniamo che i titoli non statunitensi dovrebbero cominciare a trarre profitti. Come l'universo *value* un anno fa, i titoli non statunitensi ci sembrano oggi sottovalutati, detenuti in misura inferiore alla media ed esposti a catalizzatori positivi, quali il miglioramento dei fondamentali societari, fattori economici favorevoli e supporto a livello politico e di politica monetaria.

Al contempo, vari indicatori economici statunitensi sono entrati in fase di stallo ed è in corso una stretta della politica monetaria. Pur continuando a trovare valore selezionato negli Stati Uniti, siamo particolarmente prudenti nei confronti di settori, regioni e titoli con alte valutazioni, che hanno avuto un andamento brillante in questa lunga fase rialzista di mercato ed attualmente privilegiamo potenziali opportunità in altre aree.

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi rappresentano i pareri personali dei gestori degli investimenti ed hanno finalità puramente informative e d'interesse generale e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituiscono una consulenza legale o fiscale. Le informazioni fornite in questo materiale sono rese alla data di pubblicazione, sono soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere intese come un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato od un investimento.

Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

Quali sono i rischi?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.

1. Titoli *value* statunitensi rappresentati dall'indice MSCI World Value. Titoli *growth* statunitensi rappresentati dall'indice MSCI World Growth. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito Web www.franklintempletondatasources.com. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.
2. Titoli non statunitensi rappresentati dall'indice MSCI All Country World ex-US. Titoli statunitensi rappresentati dall'indice MSCI USA. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito Web www.franklintempletondatasources.com. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.
3. Ibid.
4. Europa rappresentata dall'indice MSCI Europe. Mercati emergenti rappresentati dall'indice MSCI Emerging Markets. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito Web www.franklintempletondatasources.com. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.
5. Fonte: Bureau of Economic Analysis.
6. Fonte: Bloomberg. L'indice MSCI All Country World è una rappresentazione delle società ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati sviluppati e 23 paesi emergenti. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito Web www.franklintempletondatasources.com. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.
7. Fonte: Thompson Reuters.