



I trend secolari non sono solo per investitori growth

Rischi e opportunità della disruption per le strategie value

Heather McPherson, Co-Portfolio Manager, Large-Cap Value Equity Strategy

John Linehan, Portfolio Manager, US Large-Cap Equity Income Strategy

September 2020

Punti chiave

- Le azioni value sono state sotto pressione perché l'incertezza economica ha spinto gli investitori a ragionare sul breve periodo, a puntare sui campioni e ad evitare i ciclici.
- Grazie alla nostra rigorosa ricerca fondamentale siamo in grado di capire dove il mercato sta sovrastimando i rischi secolari e quindi dove si trovano le opportunità.
- Cerchiamo titoli che hanno valutazioni interessanti in un'ottica di lungo termine.

Disruption e innovazione sono i motivi principali per cui le azioni value sono rimaste indietro negli ultimi 15 anni. Ma una profonda conoscenza dei rischi secolari di un investimento, insieme a un'analisi approfondita delle valutazioni, può aiutare gli investitori esperti a sfruttare le opportunità figlie dei disallineamenti di mercato.

Le sfide per i titoli value si sono intensificate durante la prima metà dell'anno. Gli effetti della pandemia da coronavirus si sono fatti sentire su quei settori che erano già sotto pressione per via dei cambiamenti secolari, molti dei quali legati all'innovazione.

La crisi sanitaria globale ha anche accelerato l'adozione di tecnologie dirompenti - come l'e-commerce, lo streaming e software basati su cloud per supportare il lavoro da remoto. E in questo scenario, la paura e l'incertezza hanno spinto gli investitori a privilegiare quei titoli che si sono messi in evidenza nel rally partito a fine marzo, senza tenere conto delle valutazioni.

A parte i venti contrari di breve termine, riteniamo che la nostra rigorosa ricerca fondamentale, unita a un'analisi delle valutazioni e a un orizzonte di lungo periodo, possa aiutarci a trovare investimenti che offrano un valore aggiunto rispetto alla semplice rotazione di stile (dal growth verso il value).

Growth contro value, tra innovazione e diversità

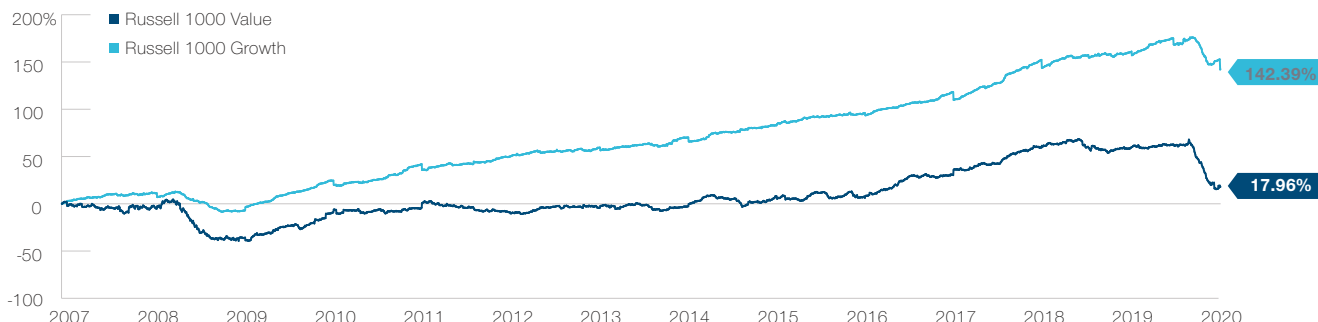
Il lungo periodo di sottoperformance relativa del value (dal 2005) è coinciso con un periodo di innovazione che ha sconvolto alcune industrie, riducendo gli utili o introducendo pressioni deflazionistiche che hanno compresso i margini di profitto. Le aziende che si sono trovate dalla parte sbagliata dell'innovazione hanno visto i loro multipli ridursi.

Il diverso posizionamento di chi ha cavalcato la disruption e chi invece l'ha subito spiega l'ampio divario nella crescita di disponibilità liquide tra value e growth all'interno dell'indice Russell 1000, con i titoli a crescita sostenuta che hanno sovraperformato per la maggior parte del tempo.

Dall'inizio della pandemia, i fondamentali non hanno avuto rilevanza nella sovraperformance del growth.

Fondamentali divergenti

(Fig. 1) In crescita le disponibilità liquide di large cap growth e azioni value



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Dall'1 giugno 2007 al 30 giugno 2020.

Fonte: elaborazione T. Rowe Price su dati FactSet Research Systems Inc. Tutti i diritti riservati.

L'incertezza economica amplifica i timori

Dall'inizio della pandemia, i fondamentali hanno avuto scarsa rilevanza nella sovraperformance dei titoli growth. La focalizzazione sulla crescita secolare e un'estrema avversione ai rischi ciclici hanno poi contribuito ad aumentarne la leadership di mercato.

Solo un terzo del Russell 1000, per esempio, ha sovraperformato l'indice nel primo semestre 2020. A fine giugno, Microsoft, Apple, Amazon.com, Facebook e Alphabet (la società madre di Google) rappresentavano insieme più del 21 % dell'indice S&P 500 e hanno contribuito al rendimento per circa 480 punti base.

Contrariamente a quanto ci si potesse aspettare, i titoli value con rendimenti da dividendi più elevati hanno sottoperformato in questo periodo di avversione al rischio, probabilmente perché l'estrema incertezza economica ha alimentato i timori sulla capacità delle aziende di tenere fede ai propri "obblighi". I titoli value che mostravano un beta inferiore, o una minore volatilità, hanno invece sovraperformato nonostante le valutazioni eccessive.

La ricerca a tutti i costi dei titoli a crescita secolare e la riluttanza ad verso le azioni cicliche spiegano perché il 92% delle azioni del Russell 1000 Growth Index ha sovraperformato in un anno (dati al 30 giugno 2020) il Russell 1000 Value Index. Un trend che ha fatto ampliare il divario tra growth e value al livello più alto dal 2000.

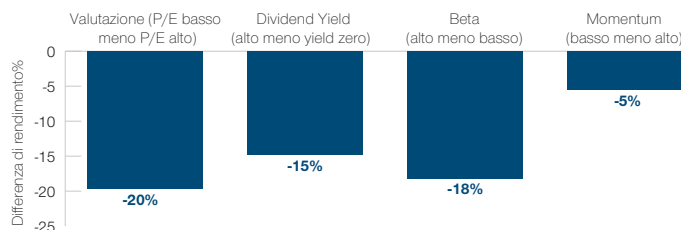
Come gestire i rischi secolari

Questi eccessi di mercato alla fine si attenueranno, a tutto vantaggio delle partecipazioni nei settori ciclici che abbiamo in portafoglio. Detto questo, non stiamo cercando di individuare il momento della svolta, ovvero dell'inversione di tendenza.

Piuttosto, restiamo concentrati sulla ricerca di società di alta qualità e che riteniamo siano sottovalutate dal mercato, di solito a causa di un disallineamento di breve periodo. Non cerchiamo le azioni più economiche, ma i nomi più interessanti in un'ottica di lungo periodo.

Venti contrari per high yield e basse valutazioni

(Fig. 2) Russell 1000 Value Index Factor Performance¹



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

A scopo solo illustrativo e non indicativo di alcun investimento specifico.

Dal 31 dicembre 2019 al 31 luglio 2020.

Fonte: elaborazione T. Rowe Price su dati FactSet Research Systems Inc. Tutti i diritti riservati.

¹ Performance relativa di fattori selezionati, o differenza tra i quintili superiori e inferiori. Le azioni dell'indice Russell 1000 Value sono ordinate in base a ciascuna metrica indicata nel grafico e quindi suddivise in quintili. Da qui viene calcolato il rendimento ponderato per la capitalizzazione di mercato per ogni quintile. Il grafico isola la differenza nei rendimenti tra il quintile superiore e inferiore per catturare i rendimenti relativi per ogni fattore. Il P/E è il rapporto tra il prezzo di Borsa e l'utile per azione stimato per i prossimi quattro trimestri. Il dividend yield è il pagamento del dividendo più recente, annualizzato e diviso per il prezzo delle azioni. Il beta misura la volatilità di un titolo rispetto a un benchmark. In questo caso, il benchmark è l'indice Russell 1000 Value. Le azioni a beta inferiore mostrano una minore volatilità rispetto al benchmark; i titoli con beta più elevato mostrano una maggiore volatilità. Il Momentum è la performance del prezzo di un titolo rispetto al Russell 1000 Value Index negli ultimi nove mesi.

Per trovare le occasioni d'investimento andiamo ad analizzare quelle aree in cui riteniamo che il mercato stia sovrastimando i rischi secolari che un'azienda deve affrontare. Un approccio che sfrutta le capacità di ricerca globale di T. Rowe Price, sia nel mercato azionario sia nel reddito fisso.

In questo momento, riteniamo che nel settore finanziario ci siano molti titoli a basso costo a causa della pandemia da coronavirus, dei conseguenti timori sulla crescita economica e per l'effetto dei bassi tassi di interesse.

Ma l'economicità da sola non basta a guidare le nostre scelte. Nel settore finanziario ci concentriamo su titoli il cui potenziale rialzo dipende da fattori idiosincratici specifici dell'azienda, come per esempio la riduzione dei costi o un rischio di credito inferiore a causa dei cambiamenti implementati

in risposta alla crisi finanziaria del 2008-2009. In questo caso, i driver di performance vanno oltre i fattori macro. Allo stesso tempo, siamo molto concentrati sulla gestione degli eventi negativi, per cui cerchiamo profili di rischio/rendimento che possano adattarsi a diversi scenari.

Stiamo anche trovando opportunità in aree in cui crediamo che il mercato stia trascurando il potenziale di miglioramento dei fondamentali, sia dei titoli specifici sia del settore di riferimento.

Stiamo anche trovando opportunità in aree in cui crediamo che il mercato stia trascurando il potenziale di miglioramento dei fondamentali, sia dei titoli specifici sia del settore di riferimento.

Non stiamo cercando le azioni più economiche, ma i nomi più interessanti nel lungo periodo.

Gestire il rischio disruption

(Fig. 3) Per gli investitori value non è facile bilanciare il rischio secolare restando fedeli allo stile.



Solo a scopo illustrativo.

Per esempio, il processo di ricerca proprietario ha accresciuto la nostra convinzione circa un potenziale aumento delle curve di costo lungo tutta la catena del valore dei prodotti della carta e delle foreste, sostenendo i prezzi dei prodotti e migliorando i margini di profitto nel settore. Tra gli altri fattori, consideriamo l'utilizzo della carta negli imballaggi in sostituzione della plastica come un catalizzatore a lungo termine. Weyerhaeuser possiede foreste da legname e gestisce un'attività di prodotti in legno. Sebbene le sfide cicliche a breve termine abbiano spinto la società a sospendere i dividendi, apprezziamo le prospettive di una domanda in miglioramento del settore e i possibili venti favorevoli di più lungo termine legati al ruolo svolto dalle foreste da legname nell'assorbire carbonio dall'atmosfera.

Inoltre guardiamo anche società che, dovendo affrontare controversie, presentano valutazioni interessanti, come nel caso di Qualcomm. La società potrebbe trarre vantaggio dall'espansione globale delle reti wireless 5G, ma negli ultimi anni ha dovuto affrontare diverse sfide, tra cui battute d'arresto legali che hanno sollevato dubbi sui suoi accordi di royalty con i produttori di smartphone Apple e Samsung Electronics.

Nel value, le idee di investimento richiedono tempo per essere realizzate, con conseguenti guadagni irregolari, salvo un'ampia rotazione in azioni poco costose. Riconosciamo che il quadro

macroeconomico incerto potrebbe prolungare alcune di queste tempistiche. Tuttavia, siamo fiduciosi che la nostra rigorosa ricerca fondamentale, unita a un orizzonte di più lungo periodo, possa alla fine generare valore, a condizione che la situazione si normalizzi e il mercato diventi più selettivo.

Rischi chiave

I seguenti rischi sono rilevanti per la strategia evidenziata in questo materiale: i titoli in valuta estera possono essere soggetti a fluttuazioni dei tassi di cambio che possono influire sul valore di un investimento. Il portafoglio è soggetto alla volatilità tipica degli investimenti azionari e il suo valore può oscillare maggiormente rispetto a un portafoglio che investe in titoli orientati al reddito fisso. L'approccio value comporta il rischio che il mercato non riconosca il vero valore di un titolo per molto tempo o che un titolo giudicato sottovalutato possa effettivamente avere un prezzo appropriato.

I titoli specifici identificati e descritti non rappresentano tutti i titoli acquistati, venduti o raccomandati per il portafoglio e non si deve ipotizzare che i titoli identificati e discussi saranno davvero redditizi.

Informazioni importanti

Il materiale ha solo scopo informativo e/o di marketing e non è un consiglio o una raccomandazione di investimento. Consigliamo ai potenziali investitori di richiedere una consulenza legale, finanziaria e fiscale indipendente prima di assumere qualsiasi decisione di investimento. **I rendimenti passati non sono indicativi** di quelli futuri. Il valore di un investimento può oscillare e gli investitori potrebbero non ottenere l'intero importo investito.

Il materiale non è stato verificato da alcuna autorità di vigilanza in alcuna giurisdizione.

Informazioni e opinioni sono ottenute/ tratte da fonti ritenute affidabili ma non garantiamo completezza ed esaustività, né che eventuali previsioni si concretizzino. I pareri contenuti sono soggetti a cambiamento senza preavviso e possono differire da altre società del gruppo T. Rowe Price.

È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, della pubblicazione e/o dei suoi contenuti. Il materiale è destinato all'uso esclusivo in Italia. Vietata la distribuzione retail.
202008 1314602