

# L'Eurozona al centro della crescita mondiale.

- Crescita mondiale sostenuta, superiore al potenziale
- In Europa svaniscono i timori di deflazione
- Cautela sui mercati obbligazionari
- Continua focalizzazione sui titoli azionari europei e sui titoli "value"

DI PASCAL GILBERT, GESTORE OBBLIGAZIONARIO E JEAN-CHARLES MÉRIAUX, DIRETTORE DELLA GESTIONE

Le dinamiche dell'Eurozona hanno riservato sorprese positive agli economisti durante tutto l'anno. Alla fine del 2017 la crescita europea risulterà superiore al 2,2%. Questa sorpresa positiva potrebbe rinnovarsi nel 2018, con una crescita pari forse al 2%, addirittura al 2,2% o al 2,3%, rispetto alla previsione dell'1,8%. Da questa estate gli indicatori anticipatori sembrano segnalare un'accelerazione significativa della crescita globale, in particolare nell'Eurozona con Italia, Francia e Germania in testa.

## Crescita mondiale sostenuta superiore al potenziale

La crescita mondiale è sincronizzata, solida ed equilibrata tra le sue componenti. Gli investimenti e l'attività commerciale internazionale iniziano a evidenziare una ripresa effettiva. Questi due driver di crescita hanno preso il sopravvento sui consumi, alimentati dai piani di stimolo. L'altra notizia positiva è rappresentata dalla riduzione dell'output gap (divario tra prodotto effettivo e potenziale) nei paesi sviluppati, che lascia presagire una ripresa degli investimenti delle imprese. Sostenuto dal miglioramento dei fondamentali, il trend di apprezzamento dell'euro è destinato a proseguire. Il rischio valutario resta quindi una realtà di cui devono tenere conto gli investitori che abbandonano l'Eurozona.

## In Europa svaniscono i timori di deflazione

L'inflazione registra una flessione nei paesi emergenti, mentre cresce leggermente in quelli sviluppati. Poiché nel primo caso si attesta mediamente a un livello inferiore al 3%, ed è pari a circa il 2% nel secondo caso, la pressione sulle banche centrali si sta attenuando. Tuttavia lo scoppio della bolla delle materie prime nel 2008 ha impiegato molto tempo a propagarsi a livello economico. In Cina si sono registrati cinque anni consecutivi di calo dei prezzi alla produzione solo tra il 2012 e il 2016. Dall'inizio dell'anno, l'aumento della crescita globale sta determinando un rimbalzo significativo dei prezzi alla produzione.

Per il momento l'ondata d'innovazione tecnologica, sostenuta dagli oggetti intelligenti e da nuove fonti energetiche che probabilmente segnano l'avvio di un ciclo economico al rialzo, non pare alimentare un rischio elevato d'inflazione. L'aumento dei prezzi, anche di portata ridotta, potrebbe tuttavia cogliere di sorpresa i mercati finanziari, ancora inclini a sovrappesare i rischi di deflazione. In questa prospettiva manteniamo le posizioni nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione.

## Cautela sui mercati obbligazionari

Le Banche Centrali continueranno a sostenere i mercati attraverso una normalizzazione graduale delle condizioni monetarie. Gli acquisti di debito sovrano (quantitative easing) sono in fase di riduzione, ma proseguono. Soltanto la Federal Reserve (FED) ha avviato il ridimensionamento del proprio bilancio. La contropartita è il costo elevato dei mercati obbligazionari.

Il contesto macroeconomico sostiene i titoli azionari e penalizza quelli obbligazionari. Il Bund è indubbiamente uno degli asset più cari a livello mondiale, con un rendimento pari soltanto allo 0,4%. La cautela è ancora d'obbligo sul mercato high yield (obbligazioni ad alto rendimento), nonostante la brusca correzione registrata all'inizio di novembre.

Oggi le condizioni sono talmente eccezionali che la questione della normalizzazione della politica monetaria torna periodicamente all'ordine del giorno. I nostri portafogli obbligazionari sono gestiti in vista di un inasprimento monetario diventato inevitabile. Stiamo aumentando il livello della qualità creditizia e riducendo la duration.

## Prosegue la focalizzazione sui titoli azionari europei e su quelli "value"

Continuiamo a focalizzarci sui titoli azionari dell'Eurozona. Con un rendimento del 3,2%, questa asset class presenta ancora un netto vantaggio rispetto alle obbligazioni appartenenti alle varie categorie high yield e investment grade, che al momento offrono soltanto un rendimento dello 0,76%. Si registrano aumenti degli utili, che talvolta sono addirittura leggermente superiori al 14% previsto all'inizio dell'anno. Con una crescita degli utili compresa tra il 9% e il 10% stimata per il prossimo anno, le società dell'Eurozona dovrebbero poter continuare a essere generose in termini di distribuzione dei dividendi. Rispetto al mercato statunitense, che è cresciuto attraverso l'espansione dei multipli, l'apprezzamento dei titoli azionari dell'Eurozona è perlopiù la conseguenza della crescita degli utili sulle quotazioni azionarie. In effetti mentre il mercato americano si paga circa 3,2x P/BV quello dell'Eurozona si paga 1,7x P/BV. Inoltre, la valutazione dei titoli azionari statunitensi è pari a 18x i risultati delle società, rispetto alle 15x i risultati nell'area dell'euro per i prossimi dodici mesi. Il posto attualmente occupato dalle società GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon e Microsoft) negli indici statunitensi rende ovviamente più difficile fare un confronto. Dal nostro punto di vista, tuttavia, gli investimenti nelle azioni dell'Eurozona sono chiaramente più vantaggiosi.

Il team mantiene inoltre una forte convinzione nei confronti dei titoli "value", che si traduce in una politica d'investimento in asset poco cari. I loro livelli di valutazione sono infatti ancora lontani dal picco registrato nel 2007, mentre i titoli "growth" sono cresciuti del 40% a partire dall'apice del ciclo.

La correzione registrata recentemente offre delle opportunità, a condizione di una maggiore selettività, privilegiando le società fortemente esposte a livello nazionale e mantenendo una lieve esposizione verso le società large cap in un mercato caratterizzato da afflussi.

Testo redatto il 22 novembre 2017.

Fonte: DNCA Finance