La buona performance dell'azionario europeo ha qualche chance di ripetersi?

3 aprile 2023

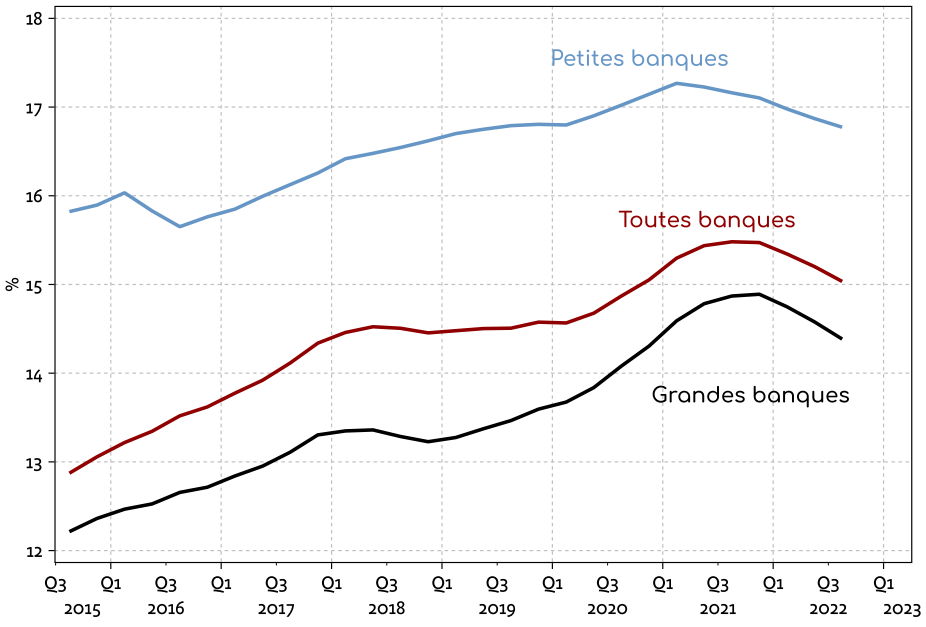
Gentili Clienti, gentili Partner,

La dinamica positiva delle azioni europee, interrotta dalle recenti turbolenze del settore bancario, sembra ripresentarsi. Per il momento gli investitori sono rincuorati dalla resilienza delle banche, dall'andamento degli utili e dalla disinflazione dei prezzi dell'energia.

La crisi dell'euro degli anni 2011-2012 sarà servita a qualcosa? In ogni caso, le normative adottate durante e dopo questa crisi nell'ambito del progetto dell'Unione Bancaria hanno nettamente rafforzato la resilienza del sistema bancario europeo. I coefficienti di capitale Tier 1 sono in continuo aumento da ormai dieci anni e hanno raggiunto una media del 15% nell'area euro (grafico 1). Si noti che le piccole banche in particolare presentano una buona capitalizzazione, forti di un coefficiente Tier 1 del 17%. Anche negli Stati Uniti gli istituti di credito sono ben capitalizzati, ma a partire dal 2018 si nota una certa lassità nelle normative, soprattutto tra le piccole banche regionali. Le banche europee, diversamente da quelle USA, beneficiano inoltre della fine dell'era dei tassi negativi in termini di utili. Ciò non significa che le banche dell'area euro saranno immuni dai problemi economici e finanziari associati al rialzo dei tassi (settore immobiliare, private equity, LBO, ecc.), tuttavia sembrano in grado di gestire meglio i rischi sistemici di cui spesso la regione è stata vittima negli anni 2010.

Coefficienti di capitale Tier 1 delle banche dell'area euro

Ratios de capital "Tier 1" des banques de la Zone Euro



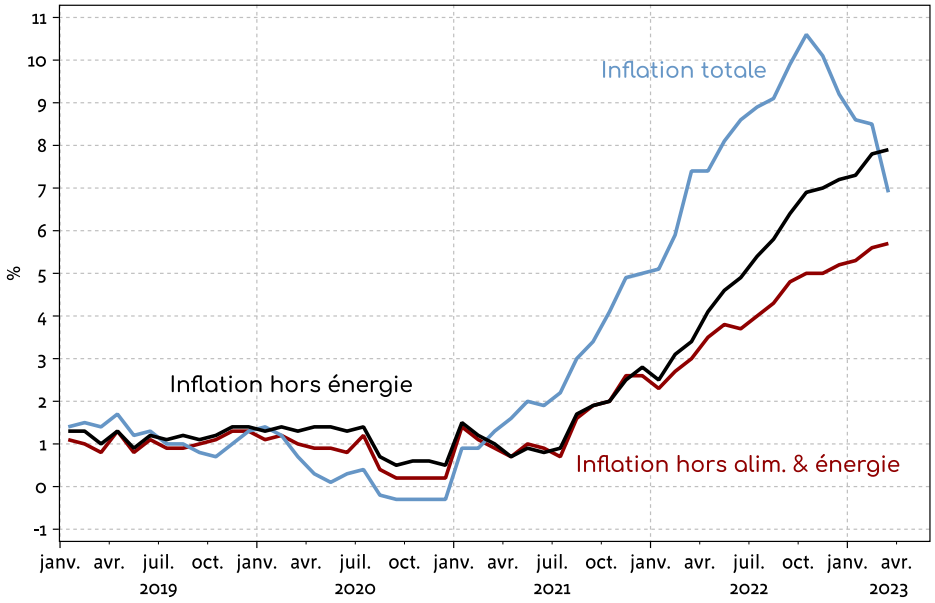
Dorval Asset Management – 31/03/2023 – Source : Macrobond

- *Piccole banche / Tutte le banche / Grandi banche*

Dopo il sollievo per un inverno senza crisi energetiche e l'assenza di una crisi bancaria diffusa (almeno per il momento), la domanda che tutti si pongono è quale livello di tassi di interessi è in grado di sostenere l'area euro. I mercati prevedono che la BCE alzerà il tasso di deposito dal 3% attuale a oltre il 3,5% in autunno, per poi abbassarlo leggermente nel 2024. Anche se dopo dieci anni di tassi negativi si prevedono naturalmente dei danni, a nostro avviso tale scenario non prelude a una recessione grave. Occorrerà tuttavia che il processo di disinflazione sia sufficientemente rapido. Dai dati di marzo si evince, come prevedibile, che gli effetti base e il calo dei prezzi dell'energia iniziano a intaccare le statistiche relative all'inflazione a un anno mobile (+6,9% nell'area euro, dopo il +8,5% di febbraio). Escludendo l'energia, l'inflazione continua però ad accelerare (grafico 2). Tra qualche mese la disinflazione dovrebbe interessare anche il settore alimentare, dove la forte inflazione si deve in parte al rialzo dei costi energetici osservati nel 2022. Inoltre, nel comparto manifatturiero, la normalizzazione delle filiere produttive dovrebbe frenare le pressioni inflazionistiche, come accaduto negli Stati Uniti.

Si osserva un'incipiente disinflazione nell'area euro, per il momento legata solo all'energia

La désinflation commence en Zone Euro, pour l'instant uniquement grâce à l'énergie



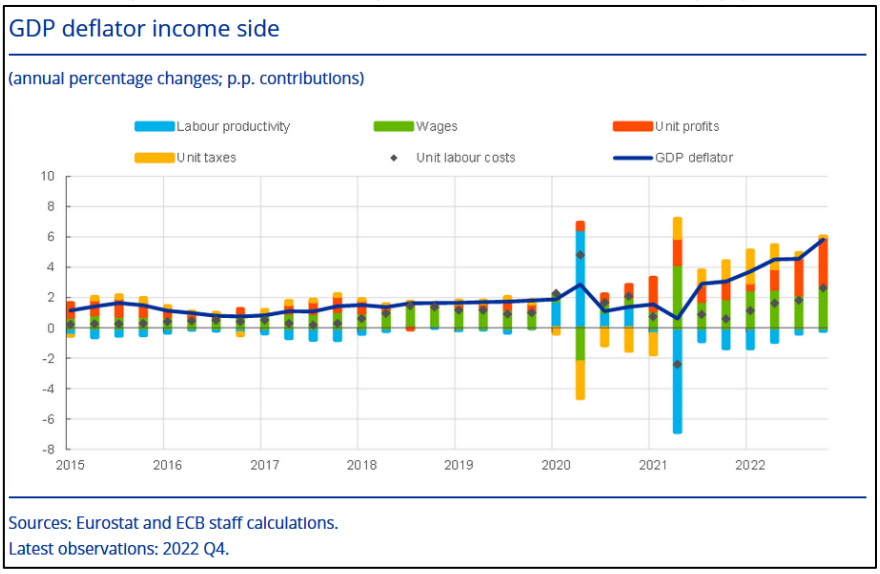
Dorval Asset Management – 31/03/2023 – Source : Macrobond

- *Inflazione complessiva* / *Inflazione energia esclusa* / *Inflazione esclusi alimentari ed energia*

Se gli effetti indiretti della situazione post-Covid e del conflitto in Ucraina si invertiranno, quest'anno l'inflazione dei servizi, spesso strettamente legata alle dinamiche salariali, potrebbe faticare a scendere. Il tasso di disoccupazione dell'area euro si attesta in effetti al minimo storico e si registrano consistenti pressioni salariali. Di conseguenza la BCE non ha in progetto di abbassare i tassi di interesse.

Infine il processo di disinflazione susciterà delle domande sugli utili aziendali. Un recente studio della BCE suggerisce che oltre la metà dell'inflazione del secondo semestre 2022 era ascrivibile agli utili e non ai salari (grafico 3). L'aumento dei margini – dovuto in parte a un "guadagno inatteso" che ha liberato un *pricing power* da tempo contenuto – non sembra sostenibile. La disinflazione comporterà un calo dei margini oppure altri fattori (ripresa della Cina, aumento dei consumi) contribuiranno a proteggerli?

Deflatore del PIL – reddito
(variazioni annue percentuali; contributi p.p.)



- *Produttività della forza lavoro / Stipendi / Profitti unitari / Tasse unitarie / Costo unitario del lavoro / Deflatore del PIL*

Nel complesso, la fase attuale del ciclo ci sembra favorevole alle azioni europee a fronte della resilienza delle banche, dell'andamento degli utili, della disinflazione che riduce le pressioni sui tassi di interesse e il potere di acquisto, e delle valutazioni ragionevoli. A lungo termine, si riscontrano dei rischi soprattutto nei settori più sensibili alla contrazione del credito e ai dubbi sulle prospettive dei margini aziendali (disinflazione, apprezzamento dell'euro).
Nei nostri fondi globali manteniamo un'esposizione azionaria prossima a quella degli indici di riferimento. L'assottigliamento del canale del credito ci ha indotto a creare un paniere equiponderato di una cinquantina di titoli difensivi, molto diversificato a livello geografico ma concentrato su tre settori: sanità, beni di consumo non voluttuari e servizi alla collettività.

I nostri tassi di esposizione:

- Dorval Convictions: tasso di esposizione azionaria del 57%.

Dorval Asset Management
Société Anonyme au capital de 303.025 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
1 rue de Gramont, 75002 Parigi – Tel.: +33 1 44 69 90 44 – Fax: +33 1 42 94 18 37
www.dorval-am.com

Note legali

Il presente documento a carattere promozionale è rivolto a clienti professionali e non professionali ai sensi della MIFID. Può essere utilizzato esclusivamente per lo scopo previsto e non può essere riprodotto, diffuso o comunicato, in tutto o in parte, a terzi senza la preventiva autorizzazione scritta di Dorval Asset Management. Nessuna informazione contenuta nel presente documento deve essere interpretata come avente un qualsivoglia valore contrattuale. Il presente documento è prodotto a titolo puramente indicativo. Costituisce una presentazione concepita e realizzata da Dorval Asset Management sulla base di fonti che reputa attendibili. Dorval Asset Management si riserva la facoltà di modificare, in ogni momento e senza preavviso, le informazioni illustrate nel presente documento, in particolare quelle relative alla descrizione dei processi di gestione. Tali informazioni non costituiscono in nessun caso un impegno da parte di Dorval Asset Management. Dorval Asset Management non potrà essere ritenuta responsabile di eventuali decisioni adottate o meno in base al contenuto del presente documento ne dell'utilizzo che di questo potrà essere fatto da terzi. L'OICVM è autorizzato alla distribuzione in Francia ed eventualmente in altri Paesi dove la legge lo consente. Prima di procedere a un investimento, è opportuno verificare se l'investitore è legalmente autorizzato a sottoscrivere quote di un OICVM. Le caratteristiche, le commissioni e il profilo di rischio e di rendimento associati all'investimento in un OICVM sono illustrati nel Documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID) di quest'ultimo. Il KIID e i documenti periodici sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Dorval Asset Management. L'investitore deve prendere visione del KIID fornito prima di procedere alla sottoscrizione. La definizione degli indicatori di rischio menzionati nel presente documento è disponibile sul sito Internet: www.dorval-am.com.