

IL TEMA DEL MESE



IBRA WANE
Senior Equity Strategist

Una stagione degli utili migliore del previsto, ma la questione delle valutazioni non è ancora risolta...

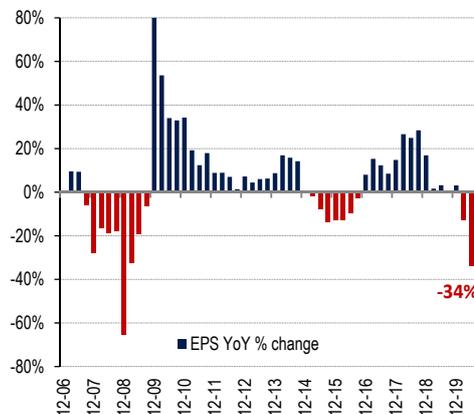
Pur esibendo un calo sostanziale, gli utili del 2° trimestre si sono rivelati migliori del previsto; in fin dei conti, la contrazione è stata meno pronunciata rispetto alla Grande crisi finanziaria (GFC) del 2008-2009, mentre l'attuale recessione è molto più grave. Questa sorprendente resilienza è dovuta in larga parte ad aspetti settoriali. In generale, i titoli finanziari si sono dimostrati più resilienti di quanto osservato durante la GFC. Inoltre, i settori della sanità e della tecnologia ne sono usciti praticamente illesi. Il rovescio della medaglia è che, senza questi ultimi due settori, la flessione degli utili sarebbe stata molto più pronunciata. Alla luce delle revisioni effettuate e dei risultati conseguiti nel 1° semestre, escludendo un nuovo lockdown generale, la maggior parte dell'aggiustamento del consensus sembra ormai alle nostre spalle. Tuttavia, il dibattito sulle valutazioni, eccessive o meno, è ancora lontano dall'essere concluso. Per rispondere a questa domanda sarà cruciale la durata della crisi.

Un crollo senza precedenti dai tempi della Grande crisi finanziaria

Le pubblicazioni relative al 2° trimestre 2020 sono letteralmente crollate, con un calo dei ricavi (-10% per l'indice S&P 500 e -20% per lo Stoxx 600) e degli utili (-34% e -52%) molto più marcato rispetto al

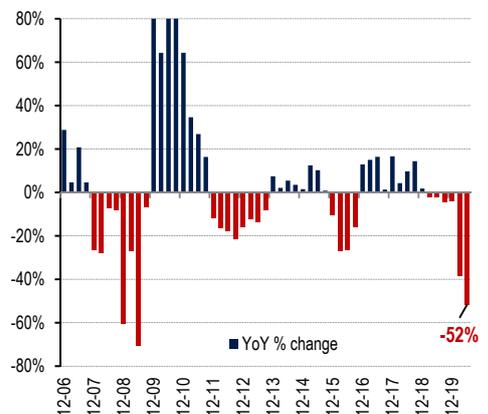
1° trimestre e senza precedenti dalla Grande crisi finanziaria del 2008-2009, con la crisi dei subprime e il fallimento di Lehmann Brothers. Data la durata molto più lunga del lockdown rispetto al 1° trimestre (in media sei settimane contro due settimane) questo ulteriore deterioramento degli utili rispetto ai primi tre mesi dell'anno non sorprende.

1/ Risultati trimestrali S&P 500



Source: IBES, Amundi Research, August 11 2020

2/ Risultati trimestrali Stoxx 600



Source: IBES, Amundi Research, August 11 2020

Il crollo avrebbe potuto essere più marcato...

Utili migliori del previsto grazie a una combinazione di effetti settoriali

Sebbene notevolmente più bassi, i suddetti utili sono comunque apparsi di gran lunga **migliori rispetto alle previsioni** sia negli Stati Uniti (-34% contro -44%, o +10 punti), sia in Europa (-52% contro -66%, o +14 punti). Considerata l'entità dei downgrade dal 1° aprile (-30% in Europa, -22% negli Stati Uniti), questa "piacevole sorpresa" deve comunque essere **messa in prospettiva**.

Tuttavia, la vera "piacevole sorpresa" deriva dal fatto che **l'attuale contrazione è in definitiva meno pronunciata che durante la GFC**, mentre l'odierna recessione è molto più grave rispetto a quella dell'epoca. Di conseguenza, nel 2° trimestre 2020, il PIL

statunitense si è contratto del -9,5% su base annua rispetto al -3,9% all'apice della GFC (T2 2009). Analogamente, nell'eurozona (la media UE non è ancora nota) il PIL è sceso del -12,1% contro il -3,1% al suo picco nel 1° trimestre 2009 (e -5,5% per l'UE).

Questa "pregevole resilienza relativa" può essere attribuita principalmente a una **combinazione di effetti settoriali**. In primo luogo, a differenza della GFC, questa volta **il settore finanziario non è più al centro della crisi**. Inoltre, **la sanità e la tecnologia sono uscite praticamente illese** dalla pandemia.

Nel **settore finanziario**, gli utili sono crollati (-54% negli Stati Uniti e -43% in Europa nel 2° trimestre), ma non vi è paragone con l'entità delle perdite subite durante

IL TEMA DEL MESE

I titoli finanziari si sono dimostrati più resilienti rispetto al 2008-2009

la crisi dei subprime. Di conseguenza, nel 2° trimestre 2020 i titoli finanziari hanno rappresentato soltanto il 30% del calo degli utili per l'indice S&P 500 e il 29% di quelli per lo Stoxx 600. Un dato significativo, ma nemmeno lontanamente comparabile con il 2008, quando i soli titoli finanziari sono stati all'origine dell'84% della flessione degli utili per l'indice S&P 500 e di oltre il 100% di quelli per lo Stoxx 600 (106%). Infine, i titoli finanziari si sono dimostrati non solo più resilienti, ma anche con una ponderazione relativa molto inferiore rispetto ai tempi della GFC. Di conseguenza, al 30 giugno 2020, il settore rappresentava appena il 15% della capitalizzazione dell'indice Stoxx 600, contro il 24% undici anni prima. Allo stesso modo, la quota dei titoli finanziari dell'indice S&P 500 è scesa di un quarto, passando dal 13,5% al 10,1%.

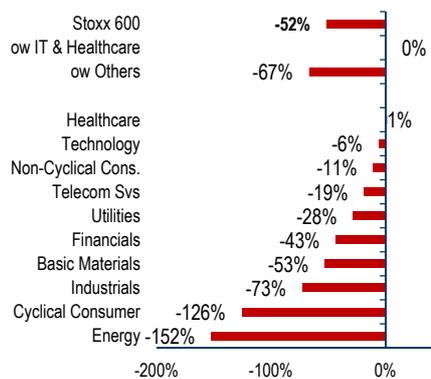
Viceversa, la ponderazione del **settore tecnologico** è aumentata notevolmente nello stesso periodo, passando dal 18% al 27% per l'indice S&P 500 e dal 3% all'8% per lo Stoxx 600. Inoltre, il lockdown forzato e l'entusiasmo per lo smart working hanno impresso un'enorme accelerazione al settore, dall'upstream (semi-conduttori) al downstream (utenti finali). Di conseguenza, i ricavi (+13% per lo Stoxx, +4% per l'S&P) e gli utili del settore nel 2° trimestre (-6% per lo Stoxx, +2% per l'S&P) si distinguono

entrambi significativamente dal trend generale (ricavi: Stoxx -20%, S&P -10%; utili: Stoxx -52%, S&P -34%).

Data la natura della crisi, la **sanità** è l'altro grande settore che è riuscito a uscire indenne da questo periodo. Su entrambe le sponde dell'Atlantico, il settore sanitario si è dimostrato infatti molto resiliente, con utili in crescita del +1,4% in Europa e del +5,5% negli Stati Uniti. In Europa, è persino l'unico settore ad aver registrato un aumento degli utili nel 2° trimestre 2020. La resilienza della sanità e della tecnologia nasconde tuttavia un **deterioramento della situazione in ampie aree del mercato**. I cali medi dell'indice S&P 500 (-34%) e dello Stoxx 600 (-52%) devono pertanto essere messi in prospettiva poiché, senza questi due settori, la media scende del 15-20% (si vedano i grafici 3 e 4).

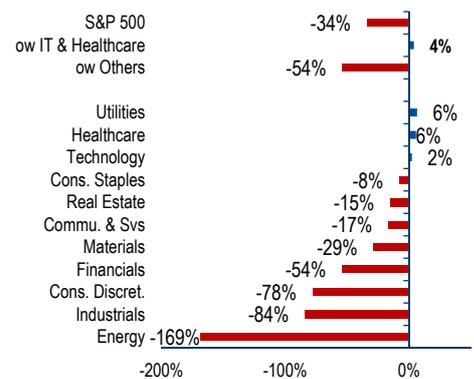
Oltre agli aspetti macroeconomici generalmente evidenziati, **questi aspetti settoriali spiegano in larga misura anche le differenze di utili tra Stati Uniti ed Europa**. L'indice S&P 500 beneficia di un'esposizione al **settore tecnologico** ben superiore rispetto allo Stoxx 600 (27% della ponderazione rispetto all'8%). Al contrario, la ponderazione dei settori **energia, beni strumentali, lusso e automotive**, che hanno subito più duramente la crisi, è in genere doppia in Europa (20% rispetto al 9%).

3/ **Stoxx 600: utili del T2 2020 (variaz. % su base annua)**



Source: IBES, August 11 2020, Amundi Research

4/ **S&P 500: utili del T2 2020 (variaz. % su base annua)**



Source: IBES, August 11 2020, Amundi Research

Gli stessi settori in prima linea su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Sulle due sponde dell'Atlantico, tre settori hanno accusato particolarmente il colpo: energia, consumi discrezionali e industria. Torneremo più dettagliatamente sui primi due, che riteniamo molto eloquenti.

Nel caso del settore **energetico**, oltre a essere penalizzate dal crollo dei prezzi del greggio e dal calo della domanda dovuto all'epidemia, le Major hanno dovuto anche contabilizzare massicci accantonamenti per tenere conto di un prezzo del petrolio durevolmente più basso. Di conseguenza, prevedendo "il potenziale indebolimento della domanda di energia

per un periodo prolungato ... (o addirittura) ... una transizione energetica che potrebbe accelerare nell'ambito dei piani di stimolo post-Covid-19", BP ha svalutato attivi per 17,5 miliardi di dollari nel 2° trimestre, equivalenti al 20% del suo bilancio. Con mosse sostanzialmente simili (3,0 miliardi di dollari per ENI, 8,1 miliardi per Total e 16,8 miliardi per Shell), le **Major europee** hanno contabilizzato non meno di 45 miliardi di dollari di accantonamenti in un solo trimestre, pari (in media) al 73% del loro EBIT totale dello scorso anno! Anche se queste svalutazioni di attivi non generano alcun deflusso di liquidità, riducendo il patrimonio netto, aumentano automaticamente i coefficienti

Energia, consumi discrezionali e industria sono stati particolarmente colpiti

IL TEMA DEL MESE

Questa volta anche il settore del lusso è stato sotto pressione

di debito. A sua volta, ciò getta un'ombra sulle prospettive dei dividendi, che erano una delle principali attrattive del settore. Negli **Stati Uniti**, mentre Exxon Mobil e Chevron sono entrambe in rosso nel 2° trimestre (-1,1 miliardi di dollari e -8,3 miliardi di dollari, rispettivamente), è soprattutto la situazione dei produttori di petrolio o gas di scisto a destare preoccupazione. Secondo uno studio pubblicato da Deloitte il 22 giugno¹, se i prezzi bassi dovessero perdurare, il settore potrebbe dover accantonare l'equivalente del 50% del suo patrimonio netto...

Il settore dei **consumi discrezionali** (anch'esso in rosso in Europa e tra quelli più in calo negli Stati Uniti) comprende diversi **sotto settori** con caratteristiche molto eterogenee, quali lusso, elettronica di consumo, automotive e servizi ai consumatori. Di solito in rapida crescita e relativamente immune alla ciclicità, questa volta il settore del **lusso** è stato duramente colpito dal crollo del turismo internazionale e dalla quasi totale scomparsa degli acquisti offshore. Di conseguenza, dopo il -15% nel 1° trimestre, i ricavi totali di LVMH, Hermès e Kering sono sprofondati del 39% nel T2 o -27% nell'intero 1° semestre. Analogamente, gli utili del 1° semestre sono crollati in media del -75%; anche se questi gruppi non pubblicano utili trimestrali, questo dato indicherebbe una perdita nel 2° trimestre, evento senza precedenti per il settore. Più abituato alle crisi, il settore **automotive** è stato duramente colpito, il che non sorprende, con un calo dei ricavi del -9% nel 1° trimestre e del -38% nel secondo (-26% nell'intero 1° semestre). In un settore con margini molto sensibili ai volumi, ciò ha portato al crollo dell'Ebit totale (-61%) e dell'utile netto (-88%) di BMW, Daimler, Fiat Chrysler e BMW rispetto al 1° trimestre (Michelin, Peugeot e Renault non pubblicano i bilanci trimestrali). Dato l'ulteriore deterioramento dell'attività nel 2° trimestre, la flessione degli utili dell'intero 1° semestre è stata ancora più marcata, con un -108% per l'EBIT e un -171% per l'utile netto. Infine, il primato va ai **servizi ai consumatori**, che comprendono in particolare gli alberghi e ristoranti e il trasporto aereo, due settori di gran lunga fra i più penalizzati dal lockdown e dai divieti di viaggio. Ad esempio, i ricavi totali del trasporto aereo sono scesi dell'87%(!) nel 2° trimestre 2020, con punte del 99,6% per EasyJet. Di conseguenza, tutte le società del settore, comprese quelle finora più redditizie, come Ryanair, sono sprofondate in rosso. Analogamente, nel settore alberghiero, le due società europee nella Top 10 globale hanno registrato nel secondo trimestre un netto calo del RevPar (ricavi per camera disponibile), con -75% per InterContinental e -88% per Accor.

Negli **Stati Uniti**, gli utili dei consumi discrezionali risultano ugualmente in caduta

libera (-78%), sebbene in misura minore rispetto all'Europa (-126%). Tuttavia, anche in questo caso, le differenze possono essere attribuite in larga parte alle ponderazioni settoriali. Infatti, i settori automotive (22%), lusso (46%) e alberghiero (11%) rappresentano insieme quasi l'80% dei consumi discrezionali in Europa ma solo il 26% negli Stati Uniti. La parte restante corrisponde al commercio al dettaglio (74%), in particolare alle vendite su Internet e al marketing diretto: una sottocategoria dominata da **Amazon**, che da sola rappresenta il 43% dei consumi discrezionali e il 4,8% dell'indice S&P 500! Grazie alla forte domanda registrata durante il lockdown, Amazon ha messo a segno un significativo aumento degli utili nel 2° trimestre, con ricavi (+40%) e utile netto (+100%) ben al di sopra del consensus. Va tuttavia sottolineato che, senza Amazon, gli utili dei consumi discrezionali sarebbero crollati del 98%, anziché del 78%, avvicinandosi così al 126% registrato in Europa.

Il consensus si è ora ampiamente adeguato...

Con quasi 5 miliardi di abitanti del pianeta contemporaneamente in lockdown a inizio maggio, le circostanze del **2° trimestre 2020** possono essere definite alquanto eccezionali e si prevede pertanto che tale periodo rappresenti il **punto minimo** delle prossime pubblicazioni.

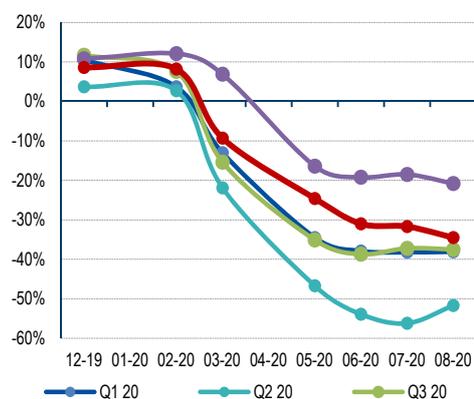
Tuttavia, il contesto nei prossimi diciotto mesi resta molto incerto. Tra fattori sanitari ignoti (sviluppi nell'allentamento del lockdown, seconda ondata o meno, scoperta e disponibilità di un vaccino, ecc.), fattori economici (evoluzione della fiducia delle famiglie e delle imprese, ecc.) e fattori geopolitici (elezioni americane, tassazione, protezionismo, ecc.), gli analisti economici ponderano simboli di ogni genere per definire la futura ripresa: ripresa a V, W, U, L, a radice quadrata o addirittura "a virgolette". In queste circostanze, è chiaramente difficile esprimere un'opinione sulla crescita degli utili futuri.

Tuttavia, escludendo un nuovo lockdown generalizzato, la maggior parte dell'aggiustamento del consensus sembra ormai alle nostre spalle. Pertanto, nel corso dei mesi, le revisioni degli EPS si sono ridotte (si veda il grafico 5) e il net-up degli analisti è risalito (si veda il grafico 6). Il net-up corrisponde al saldo netto delle revisioni al rialzo degli EPS sulle revisioni totali. Questo indicatore, che oscilla tra il -100% (tutte le revisioni sono negative) e il +100% (tutte le revisioni sono positive), è più sensibile rispetto alle semplici revisioni degli EPS. Di conseguenza, è utilizzato in aggiunta a quest'ultimo, al fine di prevedere

¹ <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/about-deloitte/articles/press-releases/the-great-compression-implications-of-covid-19-for-the-us-shale-industry.html>

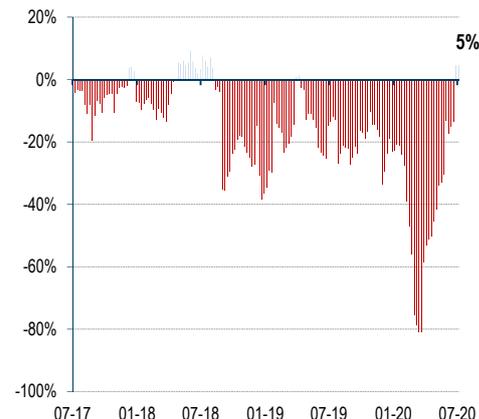
IL TEMA DEL MESE

5/ **Stoxx 600**
Stime degli utili nel tempo



Source: IBES, Refinitiv as August 11 2020

6/ **Utili Europa**
Dinamica delle revisioni



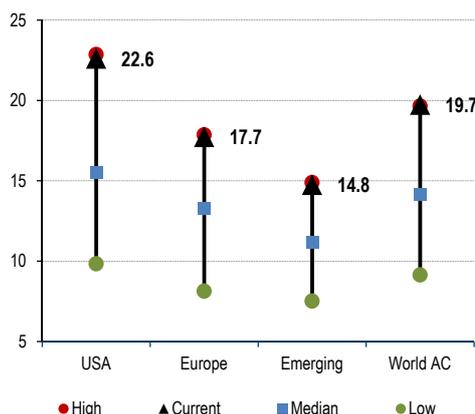
Source: Datastream, Amundi Research, Aug 11 2020

meglio i cambiamenti tendenziali. Nel grafico 6 osserviamo chiaramente che, dopo aver raggiunto un minimo del -81% a metà aprile, il net-up è ora tornato in territorio neutrale. Il **consenso bottom-up dell'indice Stoxx 600** attualmente prevede un **calo degli EPS pari al -35% nel 2020**, seguito da un rimbalzo del **+38% nel 2021**. In altre parole, gli EPS per il 2021 dovrebbero essere inferiori del 10% rispetto a quelli registrati al punto di partenza pre-Covid, nel 2019. Nel nostro caso, **restiamo leggermente più cauti rispetto al 2020** (-45%) a causa delle divergenze nel 4° trimestre, su cui torneremo. **Tuttavia, concordiamo sul livello per il 2021**, in cui prevediamo un calo degli EPS del 12,5% rispetto al 2019 (contro il -10% per il consensus).

Nel caso innanzitutto degli utili per il **3° trimestre**, dopo il calo del 2° trimestre, dovrebbero registrare un aumento sequenziale, continuando però a diminuire sensibilmente su base annua. A tale riguardo, condividiamo l'opinione del consensus (-38% secondo IBES, -40% secondo le nostre stime). A parte i settori molto difensivi come le utility, la sanità e le telecomunicazioni, o anche la tecnologia, che attualmente va

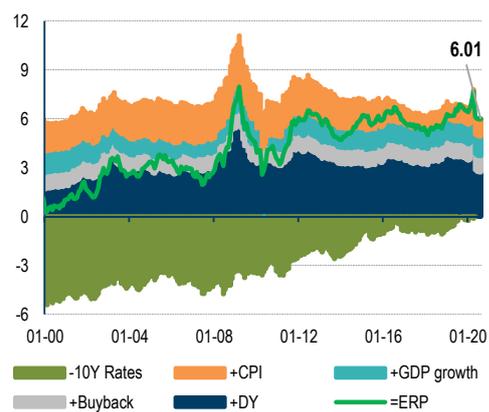
a gonfie vele, gli altri settori che insieme rappresentano oltre il 70% dei ricavi totali nel 2° trimestre 2020 si attesteranno su livelli molto lontani da quelli dello scorso anno. Tuttavia, per il **4° trimestre**, divergiamo notevolmente dal consensus, che prevede un calo del 21% rispetto al nostro 50%. In realtà, la differenza è meno spettacolare di quanto sembri ed è più contabile che economica. In primo luogo, come la maggioranza degli osservatori, ipotizziamo che non ci sarà un secondo lockdown generale e che la pandemia sarà progressivamente controllata. Di conseguenza, come il consensus, sembra logico concludere che il calo degli utili nel 4° trimestre dovrebbe diminuire (-21% nel 4° trimestre, dopo -38% nel 3° e -52% nel 2°). Riteniamo tuttavia necessario includere importanti **elementi straordinari** in questo miglioramento relativo della **performance operativa**. Con una visibilità che probabilmente rimarrà molto limitata alla fine dell'anno, non ci sorprenderebbe se le società procedessero a ulteriori svalutazioni di attivi (avviamento, attività fiscali differite, marchi, riserve, ecc.) o accantonamenti per ristrutturazione. Infine, metà del calo del 50% degli utili da noi previsto per il

7/ **Fwd PE a 12 mesi dal 2008 al 2020 europee (13 agosto)**



Source: Datastream, Amundi Research

8/ **Premio di rischio su azioni (13 agosto)**



Source: Datastream, Amundi Research

IL TEMA DEL MESE

4° trimestre corrisponderà alle poste correnti, mentre l'altra metà sarà imputabile a voci straordinarie.

... ma il dibattito sulle valutazioni non è ancora concluso...

A prescindere da quale sarà il trend reale degli EPS nel 2020 e 2021, data la portata dei declassamenti degli utili negli ultimi sei mesi e il rimbalzo dei mercati da metà marzo, i multipli di valutazione sono notevolmente aumentati. Di conseguenza, che si tratti del forward PE a 12M (grafico 7) o del CVI², questi indicatori si attestano al livello più alto (o quasi) degli ultimi dodici o anche venti anni negli Stati Uniti. Tuttavia, il premio di rischio azionario (grafico 8) invia un segnale completamente diverso, a causa di tassi d'interesse a lungo termine in picchiata, che lo rende interessante. Che cosa dobbiamo quindi dedurne?

La risposta non è chiara e la durata della crisi sarà fondamentale per decidere tra queste due opinioni. Se la crisi sarà intensa, ma relativamente breve, gli investitori, rassicurati dalle misure di sostegno monetario e fiscale, dovrebbero essere in grado di aspettare. In altre parole, date le poche alternative (TINA), continueranno a ignorare gli scarsi utili e a basarsi sulle conclusioni del premio di rischio. Tuttavia, se nel prossimo anno la normalizzazione dell'economia dovesse essere deludente o, ancor peggio, messa in discussione in modo duraturo, il mercato non avrebbe altre alternative che consolidarsi. Pertanto, i prossimi mesi saranno cruciali. In particolare, il 4° trimestre dovrà essere attentamente monitorato. Comunque, per il momento, il messaggio degli utili per il 2° trimestre è piuttosto quello di un bicchiere mezzo pieno.

Redazione conclusa il 14 agosto 2020

² Il CVI è un indicatore che combina il trailing PE, il forward PE, il rapporto prezzo/patrimonio netto, il dividend yield e il price/cash flow

Utili dei mercati emergenti nel 2° trimestre

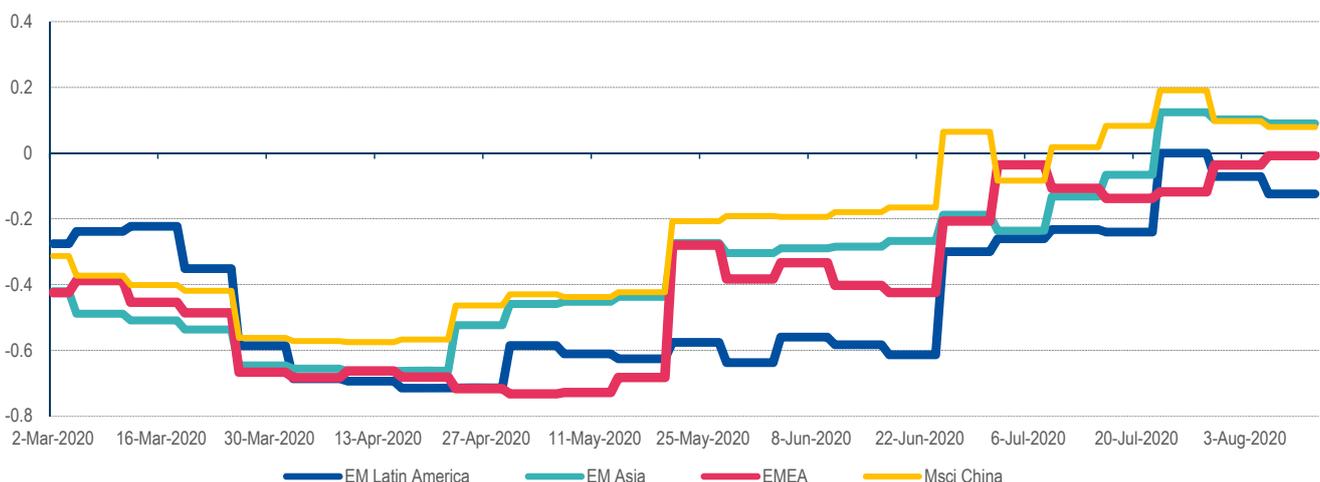
DEBORA DELBÒ, Global EM Senior Strategist

Nell'attuale stagione dei risultati, la crescita dell'utile netto su base annua per il 2° trimestre 2020 è negativa (al -6,6%) in valuta locale. La crescita percentuale su base annua è negativa quasi ovunque, ad eccezione di alcuni paesi come Polonia, Taiwan, Grecia, Cina e Malesia. Circa il 59% dei titoli MSCI EM ha riservato sorprese positive. Nel complesso, la percentuale media di sorprese fra tutte le società è positiva e prossima al 20%. A livello di paesi, la percentuale media di sorprese negative è stata registrata in Russia, Filippine, Malesia e, in modo marginale, Indonesia.

Le **revisioni degli utili per l'esercizio 2020** continuano a risalire ovunque. Le revisioni degli utili MSCI China e EM Asia sono tornate in territorio positivo. Nell'area EMEA si avvicinano allo zero. Sono ancora negative (anche se in miglioramento) in America Latina.

La crescita degli EPS dell'indice MSCI EM è diminuita leggermente al -19% (dal -18% di luglio). Le attese per i prossimi dodici mesi (Fonte: IBES) sono passate dal +10% al +13% e sono ancora elevate in Cina (+12%), Corea (+33%), Sudafrica (+29%), Turchia (+23%) e Taiwan (+12%). Il mese scorso, le attese sono cresciute sia in Brasile (+18% dal +2%) sia in Messico (dal +10% al +16%). Le nostre previsioni interne per gli EPS dell'MSCI EM a 12 mesi (in USD) sono ancora negative, sebbene in miglioramento, con -6,9% su base annua a causa delle deboli dinamiche del commercio mondiale e delle esportazioni degli EM nel 2020, con una ripresa prevista per il 2021. Le nostre previsioni per i prezzi del greggio sono molto vicine all'attuale livello nel 2020 e leggermente al rialzo nel 2021.

Revisioni degli utili per l'esercizio 2020 (IBES)



Source : IBES, Amundi Research

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FIN MA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008.

In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933.

Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale.

Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge e o regolamentari applicabili.

Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.