

La sorpresa Italia

di Boris Secciani

Uno dei mercati europei che si sono mossi meglio è stato l'Italia, nonostante i suoi problemi strutturali. Secondo gestori e analisti, il trend favorevole potrebbe proseguire ancora. Da una parte aiutano molto quotazioni a sconto rispetto alle altre piazze, dall'altra il Recovery fund dovrebbe fornire una base di nuovi investimenti molto importante. Inoltre si può contare sulle solite small e mid cap, che esprimono al meglio il dinamismo del Paese e sono state definite «multinazionali tascabili»

Se il 2020 è stato l'apoteosi del growth, con un focus ossessivo sulle mega-cap tecnologiche americane e asiatiche, gli ultimi mesi dell'anno passato e il primo trimestre del 2021 hanno visto la prima vera rotazione (in fondo modesta, se considerata in prospettiva storica) verso comparti più ciclici e tipicamente value. In questo beta play, tutto sommato non sorprende di trovare fra le piazze che meglio hanno performato Milano. Il primo trimestre del 2020, infatti, si è chiuso con un total return del Ftse Mib di qualche decimale sotto la soglia di +11%. Si tratta di un valore di poco superiore al Dax 30, non a caso un altro benchmark pieno di azioni cicliche, e di un punto abbondante sopra il Cac 40. Le tre principali economie dell'Eurozona si trovano dunque in posizione di leadership quanto a performance azionarie a livello globale in un anno che avrebbe dovuto invece caratterizzarsi per il tripudio dell'Asia, notoriamente la zona del mondo che ha meglio retto l'impatto e la gestione della pandemia di Covid.

La scommessa su cui gli investitori hanno deciso di puntare è incentrata su uno scenario di ripresa dell'economia europea, grazie al processo di vaccinazione che dovrebbe portare a un graduale ritorno alla normalità. Una normalità che, gioco forza, in Europa, più che negli Stati Uniti e in Asia, vedrà un processo di reflazione più graduale e accompagnato sine die da politiche monetarie eccezionali e da una leva fiscale ampia, anche se non paragonabile a quanto si sta vedendo negli Usa. In un paradigma di questo tipo sicuramente la composizione dell'equity nazionale rappresenta un plus non indifferente: a fine febbraio, infatti, poco meno del 30% della capitalizzazione del listino milanese era data dai servizi fi-



LUIGI DEGRADA
responsabile fondi italiani
Fideuram Asset Management Sgr

nanziari. A questa percentuale va aggiunto il 9% circa dell'energia e, forse ancora più importante, grosso modo il 18% e l'8% che fanno capo rispettivamente a beni di consumo discrezionali e industriali.

Questi ultimi due comparti, peraltro, sono in buona parte caratterizzati da una forte presenza di imprese di medie dimensioni, per le quali il mercato europeo rappresenta il maggiore sbocco. Pertanto, la ripresa del Vecchio continente costituisce un elemento cruciale. Se poi spostiamo l'attenzione sui servizi finanziari, non si può fare a meno di sottolineare che ancora l'Europa non sta vivendo in maniera significativa il rialzo delle aspettative di inflazione e l'irripidimento delle curve visti negli Stati Uniti. Però, la mancanza di questa fonte di margini più

elevati per gli istituti di credito è compensata da una politica della Bce ultra-espansiva, che dovrebbe mantenere a livelli minimi i costi di finanziamento dello stato italiano, e da un sempre più consistente shift da parte dei player finanziari italiani verso un modello incentrato sulla vendita di prodotti di investimento: ovviamente un contesto di elevata propensione al rischio a livello globale rappresenta una condizione favorevole importantissima.

UN QUADRO FAVOREVOLE

Dunque tutti gli astri in questo momento sembrano allineati in maniera favorevole nei confronti delle azioni italiane, come sottolineato da **Luigi Degrada**, responsabile fondi italiani di **Fideuram Asset Management Sgr**: «Nei prossimi mesi, con il ritorno alla normalità dovuto ai vaccini, si avrà una forte ripresa dell'economia trainata anche dall'aumento del risparmio che troverà finalmente sfogo in una serie di consumi bloccati dalla pandemia. Successivamente, si avrà un'ulteriore spinta anche dall'arrivo dei fondi legati al Recovery fund, che sosterranno la crescita economica e i profitti nel prossimo biennio. Il mercato azionario italiano presenta al momento un insieme di condizioni che fanno propendere per un superamento al rialzo del range in cui si è mosso l'indice negli ultimi anni. L'arrivo di Mario Draghi, sostenuto da un'ampia maggioranza, riporta infatti l'attenzione di importanti investitori esteri in un conte-



GUIDO BRERA
chief investment officer
Kairos

sto di basso posizionamento e valutazioni a sconto rispetto a quelle dei principali mercati azionari internazionali».

In questo intervento sono contenuti diversi temi che sintetizzano i punti di forza e di debolezza degli asset italiani. Nel primo gruppo che contiene gli aspetti positivi vanno considerate quotazioni che sono senz'altro più da paese emergente che da economia industriale e post-industriale matura. Infatti, allo stato attuale il P/E forward italiano appare quasi un outlier statistico, visto che è intorno a 14. Si tratta di un valore molto inferiore rispetto al livello francese, ben oltre 19, e a quello tedesco che si posiziona dalle parti di 17. Per il Cac, però, forse il paragone non è così pregnante, perché la borsa di Parigi presenta un profilo abbastanza growth per gli standard europei.



Uno sguardo alla duration del mercato azionario italiano

Il concetto di duration è uno dei più utilizzati in ambito obbligazionario, sia nella sua variante di media ponderata della durata dei cash flow che compongono un'obbligazione, sia nella sua versione modificata che descrive la sensibilità del prezzo di un bond al variare del suo yield to maturity. Questo concetto è adattabile anche al mondo azionario, dove a cedole e restituzione del capitale si sostituisce il valore attuale della stima dei free cash flow futuri di un'azienda. La duration di un titolo azionario si ottiene, infatti, sommando i flussi di cassa futuri dell'azienda, scontati al suo costo del capitale e rapportando il tutto alla sua capitalizzazione.

UN RISULTATO INTERESSANTE

Ovviamente, nella costruzione di questo indicatore le incertezze sono molte rispetto all'equivalente nel reddito fisso, ma da un'analisi del mercato italiano su base metrica si ottiene un risultato piuttosto interessante, ben sintetizzato da **Antonio Amendola**, fund manager equity Italia ed Europa di **AcomeA Sgr**: «Ci sembra interessante calare questa analisi in un contesto pratico, in particolare nel mercato italiano, alla luce dei recenti andamenti macroeconomici. Proprio come nel mondo bond stiamo assistendo a un certo grado di sofferenza per i titoli a duration lunga, così vogliamo cercare gli omologhi in ambito equity e muovere le stesse considerazioni macro. Per definizione, un titolo long duration è più sensibile al movimento dei tassi al rialzo e a notizie inattese come può essere una trimestrale non in linea oppure che non sorprende come ci si aspetta».

UN INDICATORE DI PESO

Se osserviamo ciò che emerge dalle tabelle che riguardano il quartile a duration più elevata e quello a duration più contenuta della totalità dell'azionario italiano, vediamo che nel primo caso c'è una forte prevalenza di titoli marcatamente growth in settori che vanno dalla fintech all'healthcare e al lusso, mentre all'interno del secondo insieme è possibile individuare aziende posizionate in comparti più ciclici. In questa maniera, dunque, la duration azionaria costituisce un indicatore interessante per scovare quei nomi che dovrebbero trarre il maggiore vantaggio dal passaggio di testimone dalla politica monetaria a quella fiscale, come sottolinea sempre Amendola: «Così, come si tiene d'occhio la duration dei portafogli bond, altrettanto si dovrebbe osservare la duration implicita dell'equity,

specialmente nelle fasi di cambio di regime come quella che stiamo vivendo ora. Infatti, il concetto di equity duration non è solo "se" è importante, ma soprattutto "quando" è importante. L'irripidimento delle curve dei tassi governativi sta avendo un impatto non trascurabile sui mercati: direttamente su quelli obbligazionari, indirettamente sugli azionari. Continuiamo a preferire le aziende con una buona posizione di cassa e capacità di generare cassa nel medio periodo, perché le riteniamo le maggiori beneficiarie di un cambio di regime dal dominio delle politiche monetarie alla maggiore centralità di quelle fiscali. I settori che beneficiano di questa tematica macro, ma anche di altri elementi come il Recovery fund o il piano Biden, sono sicuramente i ciclici: industriali e parzialmente i finanziari, facendo una netta distinzione tra le società che remunerano il costo del capitale e quelle che non lo coprono. Menzione particolare va poi all'Italia: beneficia di una riduzione del rischio paese, è ancora molto sottovalutata sul mercato ed è posizionata per accogliere maggiori flussi da investitori esteri, specialmente sul segmento delle mid e small cap».

PRIMO QUARTILE, SOCIETÀ CON MAGGIORE DURATION

Nome titolo	Duration	Capitalizzazione	P/E
DIASORIN	70,20 €	9.052.427.982,60	42,35
AMPLIFON	30 €	7.106.338.781,80	69,95
TINEXTA	22 €	974.827.028,00	25,69
NEXI	20,40 €	9.435.499.988,31	73,33
STMICROELECTRONICS NV	20,20 €	27.665.228.791,20	29,81
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL	19,90 €	8.027.272.000,00	40,7
SOL	19,70 €	1.365.035.000,00	21,88
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	19,20 €	8.994.472.959,56	25,27
FERRARI	18,80 €	29.734.859.030,27	
FALCK RENEWABLES	17,60 €	1.582.377.428,13	36,2

ULTIMO QUARTILE, SOCIETÀ CON MINORE DURATION

Nome titolo	Duration	Capitalizzazione	P/E
SAIPEM	9,60 €	105.308.160,00	
OPENJOBMETIS	9,40 €	105.308.160,00	15,59
FOS	9,30 €	18.785.000,00	9,56
MEDIOBANCA	9 €	7.940.739.350,65	14,61
DOXEE	8,90 €	29.413.235,00	13,5
BIESSE	8,50 €	629.492.105,16	
AUTOGRILL	8,50 €	1.523.856.000,00	
LEONARDO	8,20 €	3.960.330.205,75	8,08
WEBUILD	8,10 €	1.399.455.674,93	
CNH INDUSTRIAL	7,50 €	16.960.886.581,61	



CARLO STURLESE
team investment advisory
Kairos Partners

Nel caso della Germania, invece, appare in tutta la sua chiarezza l'imponenza dell'italian discount.

Il paese, dunque, soffre di una mancanza marcata di investimenti di lungo termine nel proprio azionario, generata da una base domestica di investitori non eccessivamente vasta e da un sottopeso imponente da parte dei portafogli stranieri. L'Italia oggi si trova dunque con un mercato azionario fra i più trascurati al mondo, figlio sì di una scarsa propensione da parte delle nostre aziende a quotarsi, ma anche di anni di performance molto modeste. È interessante su questo punto quanto riporta **Guido Berra**, chief investment officer di **Kairos**, che sottolinea come il nostro Paese rappresenti sostanzialmente un unicum fra le nazioni sviluppate per quanto riguarda le modeste

dimensioni borsistiche relative: «In termini di capitalizzazione, il controvalore attuale rispetto al Pil in Italia è il 30%, contro un livello medio del 50% in Europa e addirittura il 150% negli Stati Uniti. Un dato che deve farci riflettere è che l'intero mercato italiano rappresenta circa un terzo della capitalizzazione di Apple: non a caso, a fine 2020, la piazza americana contava per il 50% del valore azionario globale».

DAL BETA ALL'ALFA

Sicuramente nel determinare questa situazione hanno avuto un peso preponderante anni di performance non entusiasmanti. Il disastro dell'ultimo decennio pone dunque il Paese di fronte a due possibili scenari. Da una parte è possibile che l'azionario nazionale stia semplicemente vivendo l'ennesima

fase temporanea in cui il tipico elevato beta costituisce un elemento positivo, dall'altra si può ipotizzare una svolta in termini di migliore gestione e maggiore crescita strutturale da parte dell'Italia che trasformerebbe Milano in una fonte di alfa fra le più fenomenali a livello globale. **Carlo Sturlese**, del team investment advisory di **Kairos Partners**, fornisce un riassunto interessante di quanto accaduto e del possibile sentiero futuro: «In un contesto generale nel quale è sempre più difficile individuare titoli e temi d'investimento sottovalutati, l'Italia offre oggi una potenziale fonte di alfa e rappresenta un'opzione di investimento che al contempo può essere motivo di diversificazione e di crescita molto interessante all'interno dei portafogli globali. Negli ultimi cinque anni, per esempio, mentre il Ftse Mib ha segnato +50,8%, l'S&P 500 ha registrato +95,2% e il Nasdaq addirittura +175,3%. Performance che dimostrano quali siano i margini potenziali di recupero del listino italiano, a patto di sapere sfruttare la congiunzione astrale favorevole al governo Draghi».

Indubbiamente per l'Italia potere contare su una stabilità politica, su un piano di uscita dalla pandemia credibile e su un programma di utilizzo dei soldi del Recovery in grado di innalzare il grado di competitività nazionale, recuperando il gap tecnologico oggi esistente, sarebbe semplicemente cruciale. Da questo punto di vista, però, gli interrogativi rimangono tanti, anche perché attualmente un po' in tutta Europa la campagna vaccinale prosegue in maniera che in termini molto benevolenti si può definire interlocutoria. Per il momento prevale un certo ottimismo economico: basti pensare che, ad esempio, ad aprile il Fondo

TOTAL RETURN A 3, 5 E 10 ANNI DEL FTSE MIB A CONFRONTO CON I PRINCIPALI INDICI AZIONARI EUROPEI E USA

Indice	3 anni	5 anni	10 anni
Ftse Mib	16,67%	50,82%	46,78%
EuroStoxx 50	22,87%	45,2%	81,63%
Dax	17,62%	43,33%	95,79%
Dow Jones	40,8%	89,25%	276,37%
S&P 500	56,88%	95,2%	313,64%
Nasdaq	97,5%	175,33%	528,8%

Fonte: Elaborazione Kairos su dati Bloomberg al 28/02/2021



MARCO DAVIDDI
mediterranean leader per l'area
strategy and transactions
Ey

Monetario Internazionale ha alzato le stime di crescita dell'Italia a +4,2%, dopo averle abbassate lo scorso gennaio a +3% da +5,2% di ottobre. Il clima sereno però non equivale a un'apertura di credito illimitata: per avere finalmente un rating stabile e sostenuto degli asset italiani sarà necessario avere un'Italia diversa.

SMALL E MID, UNA SICUREZZA

Se la tesi di una ripresa strutturale dell'Italia indotta dai soldi del Recovery si rivelasse vera, si potrebbe entrare in un circolo virtuoso particolarmente intenso

soprattutto per le piccole e medie imprese nazionali, che già da anni stanno vivendo un intenso processo di internazionalizzazione, dato il quadro asfittico della crescita nazionale. Un allargamento all'estero che attualmente sta seguendo un ritmo addirittura più intenso rispetto a quello dell'Eurozona. Al riguardo appare decisamente interessante una ricerca condotta da **Grant Thornton** sull'espansione all'estero delle cosiddette imprese mid-market: «Nel secondo semestre del 2020 si è assistito a un nuovo slancio delle imprese del mid-market verso i mercati internazionali, con il 34% delle aziende fiduciose di aumentare i propri ricavi fuori dai confini nazionali nei prossimi 12 mesi, in netto aumento rispetto al 26% registrato nei primi sei mesi del medesimo anno. L'Italia segue il trend globale, seppure con una crescita più contenuta (+6%), passando dal 18% al 24% nel secondo semestre 2020, seguita dall'Eurozona che, dopo il 21% registrato nel primo semestre, cresce di tre punti percentuali al 24%». Proprio fra le small e mid, peraltro già in gran parte favorite dal forte atteggiamento pro-ciclico degli ultimi mesi, dovrebbero trovarsi occasioni non indifferenti per cavalcare la ripresa attuale. Di ciò è convinto Luigi Degradà di Fideuram Asset Management Sgr:

«Le small e medium cap italiane sono la parte più dinamica del mercato azionario italiano. Nonostante siano andate particolarmente bene negli ultimi mesi, esistono ancora interessanti opportunità tra i nomi esposti, anche indirettamente, all'andamento delle materie prime e ai produttori di beni strumentali per l'industria. Anche le società finanziarie che svolgono un'attività non strettamente bancaria risultano interessanti, avvicinandosi il momento in cui torneranno a distribuire dividendi».

UN SIGNIFICATIVO SCONTO

Inoltre il mondo delle minori capitalizzazioni italiane presenta un ulteriore vantaggio, in verità tipico dell'asset class small/mid, che però viene spesso esasperato nel Belpaese: un significativo sconto dato dalla relativa mancanza di copertura da parte degli analisti. Indicativo al riguardo quanto ricordato dal team di analisi di Kairos Partners: «Dal punto di vista degli investimenti, il mercato azionario italiano è relativamente poco seguito dagli analisti, soprattutto il segmento delle aziende di medie e piccole dimensioni. Ciò apre dunque nuovi spazi agli investitori, che possono cogliere interessanti opportunità». Potenzialità enormi, dunque, che però si scontrano ancora con i limiti strutturali del sistema Italia e anche con una minore propensione a utilizzare appieno gli strumenti offerti dalla moderna ingegneria finanziaria. **Marco Daviddi**, mediterranean leader per l'area strategy and transactions di **Ey**, riporta un dato interessante contenuto in una ricerca del gruppo: «Solo il 35% degli intervistati in Italia (contro il 49% a livello globale) dichiara di volere perseguire attività di M&A nei prossimi 12 mesi. Anche in questo caso si conferma un atteggiamento conservativo, evidenziato dal fatto che oltre la metà degli intervistati (53%, contro il 34% a livello globale) ritiene di focalizzare l'attività di M&A per migliorare le proprie capacità operative, mentre solo il 26% degli intervistati nel nostro Paese, contro il 43% a livello globale, ha dichiarato di volere perseguire l'acquisizione di competitor per incrementare la propria quota di mercato». La via della piena modernità per il ricco e altrimenti valido tessuto imprenditoriale italiano rimane dunque ancora elusiva.