

LA GRANDE SFIDA DELL'ITALIA

L'AZIONARIO

Una scommessa con tante incognite

di Boris Secciani

L'equity italiano, che era crollato nel periodo più pesante della pandemia, ha manifestato un recupero non molto diverso dal resto dell'Europa. Ma la visibilità del mercato resta ancora bassa e alcuni rischi tipici del Paese, come l'instabilità politica e la scarsa capacità di ripresa, rimangono. Molto diverso il caso delle small cap, che rappresentano la vera ricchezza di Piazza Affari e in alcuni casi hanno dimostrato un'ampia capacità di operare molto bene a livello internazionale

Se si osserva l'andamento del segmento principale dell'equity italiano, racchiuso nell'indice Ftse Mib, si trova dallo scoppio della pandemia un andamento non molto diverso rispetto al resto del pianeta. I termini di quanto è successo sono sintetizzati da **Stefano Ghio**, senior portfolio manager, european equities di **Allianz Global Investors**: «Dai minimi di marzo, l'indice Ftse Italia All-Share ha evidenziato un rialzo di oltre il 33%, riducendo le perdite da inizio anno intorno al 16% (valori al 17 giugno). La visibilità sullo scenario del 2020 rimane ancora molto incerta e un'ulteriore correzione del mercato non è da escludere, soprattutto se ci trovassimo in presenza di una seconda ondata di contagi. Nonostante lo scenario sia fortemente recessivo per l'anno in corso, l'espansione dei multipli rispetto alle valutazioni è stata ben superiore al rialzo del mercato e mostra che il forte calo degli utili atteso nel 2020 (probabilmente intorno al -30%) sia solo un effetto temporaneo e che già dal 2021 si potrà tornare quasi ai valori pre-Covid19. Un altro fattore che ha contribuito alla riduzione dei premi per il rischio e che non è da trascurare in futuro è stato senz'altro la proposta all'interno dell'Unione Europea di una forma di mutualizzazione dei rischi sovrani in grado di dare una risposta veramente comune e solidale alla crisi».

Il recupero delle quotazioni delle maggiori aziende nazionali in pratica poggia su due basi: l'iniezione enorme di liquidità che ha sostenuto tutto, riducendo grandemente i premi al rischio, e la previsione di una ripresa piuttosto rapida dai disastri economici locali. Di conseguenza, chi oggi investe nelle blue chip nazionali sicuramente deve affrontare una serie di rischi specifici, oltre a quelli ciclici generali. In questo caos una sintesi viene fornita da **Elena Ferrarese**, head of ita-



ANDREA CARZANA
portfolio manager, azioni europee
Columbia Threadneedle
Investments

lian equities di **Amundi Sgr**: «Pensiamo che il rischio dei mercati azionari in generale sia legato alla velocità di ripresa economica conseguente alla riapertura. La visibilità resta ancora bassa e non si possono escludere nuove fasi di discesa. Perciò è cruciale che le risorse messe a disposizione arrivino velocemente stimolando nel modo giusto i settori economici; quindi, in particolare in Italia, è assolutamente importante che la politica non perda questa fondamentale occasione di grandi capacità di spesa e di intervento». La scommessa, infatti, è che il doppio stimolo fiscale e monetario porti a un aumento dei profitti l'anno prossimo, ma questo fatto non è certo da dare per scontato, in maniera particolare per i gruppi della Penisola. Infatti ancora una volta ci si trova a dovere sot-

tolinare che in ogni caso il sistema Italia si trova sostanzialmente a dipendere da capitali in arrivo dall'estero per potere ripartire in maniera adeguata.

POSSIBILE CORTO CIRCUITO

Se qualche elemento andasse storto, si arriverebbe rapidamente a un corto circuito fra istituzioni e attori economici dalle conseguenze imprevedibili. In particolare il Belpaese deve in ogni maniera evitare di finire in una seconda ondata di Covid-19, un'eventualità poi non così impossibile, visti i recenti dati di nazioni come Portogallo, Germania, Corea del sud e persino Cina e Usa. Un altro periodo di crisi sanitaria, oltre al terribile costo in termini di vite umane, avrebbe conseguenze economiche nefaste, secondo **Andrea Carzana**, portfolio manager, azioni europee di **Columbia Threadneedle Investments**: «A livello generale e in un'ottica di breve periodo, il rischio più grande è un secondo lockdown, con relativa chiusura delle frontiere, come ad aprile. Come specificità del mercato italiano, nel medio termine, c'è sempre una certa instabilità politica, con una maggioranza poco solida e la possibilità di nuove elezioni. Se ciò accadesse, le maggiori ripercussioni ci sarebbero nel settore bancario, uno dei comparti che, da sempre, ha sofferto maggiormente quando il rischio Italia a livello politico è cresciuto».

Un'economia di nuovo ferma con una politica inetta e un sistema bancario che comincia ad accumulare perdite, magari ancora una volta



STEFANO GHIRO
senior portfolio manager,
european equities
Allianz Global Investors



ELENA FERRARESE
head of Italian equities
Amundi Sgr

in un clima di poca collaborazione in Europa, è uno scenario da incubo che, per fortuna, per il momento non è all'orizzonte, ma che

Small cap, la ricchezza del Paese

Gli anni 2000 in Europa, e in Italia in particolare, sono stati caratterizzati dalle abbondanti sovraperformance delle azioni a piccola e media capitalizzazione. Nel nostro Paese il fenomeno è stato esacerbato dall'eccezionale competitività delle Pmi locali e da un listino maggiore concentrato in buona parte su settori in crisi strutturale. La natura stessa del nostro mercato sembra portare a vantaggi reali per le capitalizzazioni minori. Un sunto importante viene condiviso dal team di **HI Algebris Italia Eltif**, promosso da **HedgeInvest Alternativ Managers** e **Algebris Investments**: «L'indice Ftse Mib è molto concentrato, con 40 aziende che costituiscono l'80% della capitalizzazione, mentre le Pmi dominano il resto del mercato. L'indice Star, principale benchmark di riferimento delle piccole e medie imprese italiane, poi, è esposto soprattutto al settore industriale e dei consumi, cuore del Made in Italy. Infine il mercato Aim è dedicato alle small cap con un buon potenziale di crescita, spesso sottovalutate e trascurate perché poco presenti nella ricerca del sell-side».

LE SCELTE PIÙ INTERESSANTI

Appaiono interessanti, nello specifico, alcune scelte da parte dei gestori, come Andrea Carzana, di Columbia Threadneedle Investments: «Di opportunità, anche nei momenti di crisi, ce ne sono sempre. In Italia, in particolare, ci sono vere eccellenze, società che hanno ottime posizioni e beneficiano di trend strutturali, come Nexi, ad esempio, che, in questo momento, si trova in una condizione di duopolio nel sistema dei pagamenti digitali in Italia. Altre situazioni di grande interesse si trovano nei comparti industriali: si tratta di aziende esposte ad aree di nicchia o che hanno vantaggi competitivi molto forti. Alcune, da marzo a oggi, hanno registrato performance molto elevate, tanto da avere recuperato (quasi) completamente quanto era stato perso nel periodo del lockdown. È quindi evidente che le valutazioni debbano essere analizzate scrupolosamente, perché è necessario tenere conto dei fondamentali che sono tuttora negativi. Le compagnie che hanno trend strutturali molto forti usciranno dalla crisi più forti, ma questa crisi non è ancora finita: va ancora navigata con prudenza, tenendo conto dei rischi che a tutt'oggi ci sono».

OBIETTIVI DI DIVERSIFICAZIONE BOTTOM UP

Dunque è sicuramente in ambito Pmi che si possono realizzare più facilmente quegli obiettivi di diversificazione bottom up, assolutamente vitali per evitare di andare incontro senza preparazione a inevitabili o quasi fasi di risk-off future. Comunque i gioielli della nostra economia tendono a presentare caratteristiche cicliche, legate come sono ai consumi discrezionali e al manifatturiero di alta qualità. Sicuramente è una caratteristica da non ignorare, anche se si tratta di aziende estremamente competitive a livello internazionale. Ciò vuol dire che esse sono in grado di cogliere la ripresa globale con un minore legame con la continua sottoperformance macro dell'Italia. Inoltre, soprattutto se si scende ancora a livello di capitalizzazione, Piazza Affari diventa sempre di più una borsa relativamente inesplorata e poco coperta dalla ricerca istituzionale, il che crea notevoli occasioni a livello di valutazione.

UN PREZZO DA PAGARE

Ma, siccome pasti gratis non esistono, sicuramente vi è un prezzo da pagare. Occasioni e rischi sono ben esplicitati da **Esther Baroudy**, senior portfolio manager azionario globale di **State Street Global Advisors**: «Gli Italiani sono rinomati per il loro gusto nel design e la qualità dei propri prodotti e dei propri marchi. Ciò si riflette nel forte potenziale di crescita di diverse aziende di medie dimensioni. Però l'Italia è anche un grande esportatore e pertanto la performance di questi gruppi sul medio termine dipende dalla ripresa in Europa e a livello globale. In futuro, ci sarà da considerare anche la possibilità di nuovi accordi commerciali con Stati Uniti, Regno Unito e Cina. In molti casi, poi, la maggior parte delle quote azionarie delle aziende di media dimensione italiane è gelosamente custodita dagli azionisti principali. Un minore flottante può portare un titolo a non essere inserito nei maggiori indici. Inoltre, una base minore di investitori può indurre a una più elevata volatilità delle quotazioni sul breve periodo, anche se ciò non abbassa il rendimento sul lungo».

Insomma, gioielli in grado di sovraperformare in condizioni normali e di lasciarsi in parte alle spalle le magagne strutturali italiane, ma anche un beta elevato esacerbato da una minore liquidità.

va considerato. Ciò anche perché non è irragionevole ritenere che momenti di paura e angoscia torneranno a prevalere nei cervelli degli investitori. Allo scopo di limitare la volatilità su un listino come il nostro, è consigliabile usare un mix di diversificazione e tecniche di gestione del rischio incentrate su un minimo di allargamento dell'orizzonte temporale del proprio investimento. Di ciò appare convinta Elena Ferrarese, di **Amundi** Sgr: «Credo che il modo migliore per inve-

stire sui mercati azionari sia avere chiaro il livello di rischio che si vuole sopportare e l'orizzonte temporale del proprio investimento. Dopo questa analisi, penso che la diversificazione che può offrire un prodotto gestito da specialisti sia una buona soluzione. Difficile prevedere puntualmente le oscillazioni di mercato, quindi una soluzione potrebbe essere rappresentata dal sistema dei Pac (piani di accumulo) con il quale si riesce a diluire nel tempo gli acquisti».

Di conseguenza, per sintetizzare, si potrebbe dire che oggi più che mai un portafoglio di azioni italiane con caratteristiche di non eccessiva volatilità deve essere incentrato su una rigorosa selezione bottom up, incentrata sui modelli di business a maggiore visibilità dei profitti, con un'accurata gestione della liquidità che permetta di sfruttare, o quanto meno limitare, le oscillazioni provocate da un sentiment generale che passa molto rapidamente dalla paura alla speranza e viceversa.