

L'ANNO DELLA TIGRE

EQUITY OUTLOOK

Giovanni Errico

Global Head of Equity e
Coordinatore del Comitato
di Investimento Equity del Gruppo,
Dublino



Negli ultimi mesi abbiamo assistito a un rallentamento del momentum di crescita e ad una rinnovata attenzione da parte di alcuni investitori verso i potenziali rischi di "coda" dello scenario macro. Nonostante un ritmo di crescita moderato, vediamo una direzione positiva per l'economia globale e un ulteriore rialzo per gli utili societari.

La crescita degli utili societari è il fondamento della nostra tesi di investimento; per questo motivo, si ha una preferenza geografica su **Cina, Regno Unito e Giappone** considerando che tutti questi Paesi beneficeranno di un maggiore potenziale di guadagno, di una valutazione agli inizi del 2022 più interessante e di una correlazione positiva con l'inflazione. Attualmente, **è prevista una posizione neutrale** su **Stati Uniti** ed **Europa**.

I Mercati Emergenti hanno avuto un 2021 difficile, soprattutto a causa della Cina, delle aspettative di inasprimento attuate in determinati settori, dell'inflazione in rialzo e del rinomato rischio della quarta ondata di Covid. Ci aspettiamo che il nuovo anno porti una maggiore crescita degli utili che sarà in grado di colmare il divario nella valutazione relativa storica e di migliorare il sentiment del mercato; questo dovrebbe tradursi in una sovraperformance dei mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati. A livello di paese preferenza per la Cina, mentre si assegna una posizione neutrale a Messico, Brasile, Russia (principalmente per la situazione politica).

Sebbene riteniamo che ci sia spazio per una rotazione del "value" sui titoli ciclici, soprattutto in un contesto inflazionistico, in un orizzonte di più lungo termine verranno seguiti i titoli "growth sostenibili" con valutazioni favorevoli. Se il livello assoluto dei tassi reali rimarrà basso per un periodo prolungato, ciò andrà intrinsecamente a vantaggio delle aziende con una crescita dei flussi di cassa prevista per il futuro. La persistenza della crescita per le aziende growth è aumentata negli ultimi anni. La capacità di mantenere una crescita superiore insieme a tassi di sconto più bassi significa che le azioni, nel lungo termine, possono probabilmente mantenere un multiplo elevato più a lungo.

L'inflazione è aumentata di recente come reazione alle "strozzature" della catena di approvvigionamento, dei prezzi elevati delle materie prime, della rigidità del mercato del lavoro e della forte domanda; tutte le principali regioni del mondo stanno assistendo a sorprese sui dati relativi all'inflazione.





Ci si aspetta che l'inflazione sarà un fattore positivo per le azioni. Riteniamo che i costi degli input più elevati sono da ricondurre maggiormente all'inflazione che alla stagflazione, con un forte potere di determinazione dei prezzi da parte delle aziende che consente di mantenere i margini elevati, mentre la forza del mercato del lavoro e l'aumento dei salari dovrebbero proteggere il profilo di reddito disponibile dei consumatori.

Nel 2022 preferiamo quindi concentrarci su quei Paesi in cui la forte domanda interna e un contesto di crescita dovrebbero prevalere, fornendo una spinta agli utili societari.

SETTORI

Mano a mano che supereremo il picco di incertezza legato al tapering e alla variante Omicron, dovremmo assistere ad una leadership di quei settori che rifletteranno i tradizionali benefici di rendimenti reali o nominali più elevati. In generale, un'inflazione più elevata dovrebbe sostenere settori come quello delle materie prime, finanziario e alcuni settori ciclici. Oltre questa allocazione, le nostre scelte settoriali riguardano l'assistenza sanitaria, i software e i consumi.

PREZZI TARGET

		Azimut Performance Estimates						
		BULL Case		BASE Case		BEAR Case		
		Price	Perf	Price	Perf	Price	Perf	
Developed Markets	U.S.	S&P500	5,300.00	15.22%	5,040.00	9.57%	4,200.00	-8.70%
	Europe	Stoxx 600	565.00	18.40%	530.00	11.07%	420.00	-11.98%
	U.K.	FTSE 100	8,820.00	20.60%	8,423.00	15.17%	6,947.00	-5.01%
	Italy	FTSE Mib	32,490.00	20.70%	29,152.00	8.30%	22,885.47	-14.98%
	Japan	Topix	2,382.00	19.71%	2,214.60	11.29%	1,856.00	-6.73%
E.M.	China	MSCI China	103.70	23.13%	97.70	16.01%	81.70	-2.99%

MERCATI

USA

I mercati azionari statunitensi hanno continuato a registrare nuovi massimi. La recente forza può essere attribuita in gran parte ad un altro anno di reporting molto forte. Una caratteristica degli utili del 2021 è stata l'aumento dei margini di profitto.



Il 2022 dirà se la sostenibilità di tali aumenti è destinata a perdurare. Rimangono alcuni dubbi sul fatto che possa persistere, alla luce delle strozzature nella catena di approvvigionamento e di un mercato del lavoro "ristretto", considerando che le aziende stanno dando priorità alla spedizione di beni a margine più elevato, ove possibile.

È anche vero che i margini incrementali per molte delle attività più redditizie del Paese, in particolare le società di piattaforme tecnologiche, sono a multipli dei loro margini esistenti e il settore Software è probabilmente il miglior esempio. Ciò significa che l'aumento di un dollaro extra di entrate non richiede l'aggiunta di molti costi aggiuntivi.

Non vi è alcuna ragione particolare per cui tale tendenza non possa persistere ancora per un po', se gli attuali modelli di consumo continueranno. Il mercato azionario statunitense probabilmente lo ha già accettato; questo giustifica la nostra posizione neutrale, in attesa di un punto di ingresso più favorevole.

Europa

La situazione politica dopo le elezioni federali tedesche è sulla via della stabilizzazione. Anche il presidente della Bundesbank, Jens Weidmann (tutti conoscevamo il suo approccio aggressivo), ha deciso di ritirarsi, aprendo la strada a un successore potenzialmente più accomodante. Questo potrebbe favorire un governo che si appoggia a politiche più progressiste.

Il settore delle imprese in tutta Europa, tuttavia, continua ad ignorare qualsiasi preoccupazione sulla governance nel suo più importante componente economico. Come negli Stati Uniti, la crescita degli utili 2022 sarà positiva, anche se le sorprese non saranno così impressionanti come nel 2021. L'anno prossimo avremo gli occhi puntati sulle elezioni presidenziali francesi, che saranno il prossimo grande punto di pressione politica. L'ultima volta, nel 2017, le elezioni francesi hanno creato molta preoccupazione per la potenziale vittoria di un candidato nazionalista dirompente come Marine Le Pen del National Rally Party. Ora le circostanze sono diverse: la sua quota di voto potenziale è attualmente contestata da Eric Zemmour, un giornalista politico di destra moderatamente aperto. Al momento, non ha un partito o una coalizione e non ha ancora dichiarato la sua candidatura, ma lo stesso è accaduto con Emmanuel Macron non molto tempo prima che diventasse presidente.

Per questo, preferiamo avere una posizione neutrale sull'area europea.

Italia

Utili: il PIL italiano dovrebbe crescere del +4,5% nel 2022. L'EPS del FTSEMIB è atteso in rialzo del +11% nel 2022, i principali contributori vedono ENI +22%, IntesaSanPaolo +15% e STMicroelectronics +21%.

Valutazione: l'indice FTSEMIB è scambiato a 10,9x sugli utili il prossimo anno, con uno sconto del 27% rispetto all'EUROSTOXX. Storicamente, il FTSEMIB è stato scambiato con uno sconto rispetto all'Europa del 17% a 5 anni e del 12% a 10 anni.

Politica: A fine gennaio Sergio Mattarella terminerà il suo mandato di Presidente della Repubblica dopo 7 anni. L'elezione del nuovo presidente è un momento cruciale per il governo. Il ruolo di Mario Draghi e il rischio di elezioni anticipate sono dunque i maggiori fattori avversi nel caso di investimenti in Italia nel breve termine.

Conclusioni: il PIL italiano si sta espandendo al di sopra del livello pre-pandemia, una delle crescite più forti nell'area euro, gli utili FTSEMIB stanno crescendo a doppia cifra e il mercato italiano è scambiato a sconto rispetto ai principali indici europei. Il rischio politico a breve termine suggerisce un approccio più cauto, almeno fino all'elezione del nuovo Presidente. Caso Bull/Bear: il caso Bull vede la conclusione del processo di riforme avviato dal governo Draghi, una maggiore crescita del PIL e dell'EPS grazie ai fondi NGEU e una valutazione più elevata per l'indice FTSEMIB rispetto agli indici dell'area dell'euro. Nel caso Bear il governo Draghi non concluderà il processo di riforma avviato nel 2021, l'Italia perderà parte dei fondi di NGEU e il PIL italiano non crescerà come previsto.

Regno Unito

La storia per il Regno Unito è leggermente diversa. Il bilancio di ottobre e la successiva dichiarazione sulle finanze del Paese non sono esattamente un preludio a un grande anno a venire, ma contengono comunque alcune informazioni interessanti di cui fare tesoro. Sebbene il Ministro delle Finanze abbia scelto di non liberare liquidità per sostenere immediatamente l'economia, è stato in grado di trasmettere il messaggio che il deficit fiscale di quest'anno sarà sostanzialmente inferiore alle previsioni precedenti, anche se 180 miliardi di sterline è un livello considerevole rispetto qualsiasi standard storico.

Non solo il governo ha concluso che la ripresa dalla pandemia è stata più forte del previsto e migliore della maggior parte dei paesi europei, ma anche che il danno per l'economia sarà meno significativo di quanto inizialmente stimato. Tutto questo giocherà a favore del governo quando si tratterà di riprendere il ciclo elettorale.

La Bank of England ha stimato che il conto annuale degli interessi del governo sarà superiore a 36 miliardi di sterline, prova del basso livello dei tassi di interesse e dei rendimenti obbligazionari. Cinque anni fa la proiezione era di 40 miliardi di sterline, anche se l'onere complessivo del debito era sostanzialmente inferiore. Ciò significa che il Cancelliere avrà più spazio di manovra rispetto al passato. Con il contributo della spesa pubblica all'economia, ora a livelli che non si vedevano dal 1970, c'è stato un cambiamento nel panorama politico con una maggiore attenzione al lato sociale del paese.

Le azioni del Regno Unito sono rimaste indietro rispetto agli Stati Uniti e all'Eurozona e hanno aperto un importante gap rispetto ad altre regioni, sia su base P/E che P/B. La Bank of England sta per avviare il processo di rialzo che porterà meno incertezza sui mercati azionari. Detto questo, sembra che una posizione positiva nel Regno Unito sia un'opzione valida.

Giappone

Non siamo stati attratti dal Giappone in passato, ma nell'attuale asset allocation consigliata ha una posizione di sovrappeso. Spesso la sua performance sembra fluttuare tra quella europea e quella dei mercati emergenti. Come l'Europa, la sua economia ha una grande componente di esportazioni e il Paese al momento genera un sano surplus delle partite correnti. Nella storia recente entrambi hanno lottato per generare una crescita interna significativa o inflazione.

La posizione geografica del Giappone e il suo recente sviluppo lo collegano però maggiormente alla performance economica della vicina Cina. All'inizio di quest'anno, il diverso approccio del governo rispetto al COVID e il suo lento lancio del vaccino hanno spinto al ribasso i mercati azionari giapponesi, ma con un buon recupero nei mesi successivi. Gran parte della responsabilità della mancata performance è stata attribuita al nuovo Primo Ministro, Yoshihide Suga. Per questo motivo, si è dimesso dalla guida del Partito Liberal Democratico a settembre e l'ex Ministro degli Esteri, Fumio Kishida, ha preso il suo posto. Subito dopo, Kishida ha indetto un'improvvisa elezione parlamentare che ha portato a una larga maggioranza dei democratici nella camera bassa. La sua prossima mossa sarà l'annuncio di un pacchetto di stimoli a sostegno dell'economia.

Mentre il mercato azionario giapponese è stato una sorta di "trappola del value" negli ultimi anni, il miglioramento dei rendimenti e una tendenza positiva nel campo della corporate governance sono fattori incoraggianti. In un mondo in cui le banche centrali si stanno generalmente spostando verso una politica monetaria più restrittiva, la Banca del Giappone dovrebbe essere praticamente al capolinea.

Probabilmente, un po' più di inflazione potrebbe mettere il Giappone in una posizione ottimale per la performance azionaria, proprio mentre altri paesi stanno potenzialmente entrando nella zona di pericolo.

Per questo, contiamo di avere un sovrappeso sull'area giapponese per tre principali motivi:

- La riapertura e lo stimolo aiuteranno la ripresa della crescita del PIL nel 2022
- La crescita degli EPS sarà superiore nel prossimo ciclo e sono possibili miglioramenti a livello di ROE
- Focus su governance e sostenibilità da parte delle aziende

Mercati emergenti

I mercati emergenti sono da monitorare poiché la divergenza di performance tra i diversi Paesi è spesso molto ampia, sebbene questa peculiarità offra agli investitori attivi l'opportunità di battere il benchmark.

Ad esempio, nell'anno in corso, la performance dell'indice MSCI EMERGING è stata deludente rispetto al resto del mondo. I potenziali rendimenti del prossimo anno potrebbero però essere memorabili.

L'indice è infatti dominato dal peso delle aziende cinesi, con l'indice MSCI China che ha perso circa il 17% e, se si vuole un esempio di come i rendimenti relativi possono essere

distorti a seconda del proprio benchmark, l'indice CSI 300 è in calo del 5%. Gran parte di questa sottoperformance rispetto agli indici globali è il risultato della stretta normativa sulle principali società tecnologiche e di social media, come tutti hanno visto nelle notizie degli ultimi mesi.

In passato tutti questi tipi di disordini politici hanno aumentato le opportunità, motivo per cui promuoviamo un approccio attivo agli investimenti nei mercati emergenti con un giudizio positivo sulla Cina per il prossimo anno.

Finora l'Asia ha avuto una promettente rinascita con un rapido miglioramento delle esportazioni e degli investimenti; le previsioni di crescita del PIL dovrebbero essere forti nel 2022 intorno al 5,2%. Ci aspettiamo che il tasso di vaccinazione raggiunga quello delle altre economie. Mentre scriviamo, 9 economie asiatiche su 12 hanno già raggiunto un tasso di vaccinazione dell'80% in un periodo di 3 mesi. C'è una seria probabilità che la spesa per le infrastrutture, l'allentamento delle politiche, la stabilizzazione della questione immobiliare e infine gli obiettivi di intensità energetica risolleveranno la crescita.

La ripresa degli stimoli guidati dal processo vaccinale migliorerà non solo la domanda, ma anche l'offerta; questo sarà di beneficio per i livelli di produzione e consentirà a queste economie di beneficiare nuovamente del commercio globale.

Cina

Il Capodanno cinese inizierà il 1° febbraio. Sarà l'anno della Tigre e ci aspettiamo che ricominci a ruggire.

La Cina ha guidato il calo degli asset dei mercati emergenti, le preoccupazioni per la ristrutturazione del debito delle sue società immobiliari e la repressione dei titoli tecnologici sembrano ora scontate dal mercato.

La politica di blocco per il COVID-19 sta iniziando a svanire, promuovendo una fase di ripresa.

Mentre le stime di crescita per i mercati emergenti sono diminuite nel 2021, ci si aspettano ritorni per il 2022, che dovrebbe essere un anno positivo per le azioni dei mercati emergenti e per la Cina in particolare.

Le politiche comuni di prosperità che sostengono la crescita del reddito da lavoro saranno nel tempo positive per i consumi.

Il Congresso del Partito Cinese probabilmente darà priorità alle politiche interne che miglioreranno la crescita economica e i consumi.

Per tutti gli elementi descritti sopra, il posizionamento è positivo per questa area.

CONCLUSIONI E PROSPETTIVE

Da tempo, siamo tutti consapevoli che le condizioni economiche molto favorevoli viste finora avrebbero iniziato a diventare meno positive e siamo stati proattivi sui mercati il più a lungo possibile. D'ora in poi, l'inasprimento della politica monetaria e la possibilità di aver raggiunto un livello massimo sulla crescita degli utili consigliano un atteggiamento vigile.

Ciò non preclude ulteriori guadagni per gli asset rischiosi, ma i mercati diventeranno più vulnerabili a correzioni improvvisate. È questa asimmetria tra rischio potenziale e rendimento che gestiremo in futuro.

Riteniamo ancora che un'importante esposizione alle azioni rimarrà il modo ottimale per difendere il capitale dall'inflazione, suggerendo una sovraesposizione alla Cina, al Regno Unito e al Giappone.

Forse la più grande sfida che ci attende, sia personalmente che professionalmente, sarà il cambiamento climatico e l'impegno assunto dai leader mondiali nella Conferenza sui Cambiamenti Climatici COP26 che ha aperto la strada a un mondo più sostenibile e a un modo più sostenibile di investire.

DEVELOPED MARKETS EQUITY COMMITTEE



Giovanni Errico
Global Head
of Equity
Dublino



Saverio Papagno
Senior Portfolio
Manager
Lussemburgo



Giuseppe Pastorelli
Senior Portfolio
Manager
Lussemburgo



Andrea Abouchacra
Senior Portfolio
Manager
Lussemburgo



Alessandro Baldin
Senior Portfolio
Manager
Milano



Andrea Colombo
Senior Portfolio
Manager
Milano



Matteo Facchi
Portfolio Manager
Lussemburgo



Andrea Infurna
Portfolio Manager
Lussemburgo



Jeff Kilburg
Senior Portfolio
Manager
Chicago



Matteo Pagella
Portfolio Manager
Lussemburgo



Andrea Rocca
Senior Portfolio
Manager
Dublino



Stefano Varvello
Senior Portfolio
Manager
Lussemburgo



Marco Vironda
Senior Portfolio
Manager
Lussemburgo



Antonio Vogini
Senior Portfolio
Manager
Milano

EMERGING MARKETS EQUITY COMMITTEE



Halim Akhnouk
Senior Portfolio
Manager
Cairo



Eduardo Carlier
Senior Portfolio
Manager
San Paolo



Stefano Del Papa
Senior Portfolio
Manager
San Paolo



Hussein El Sawalhy
Senior Portfolio
Manager
Cairo



Ahmed Abou Elsaad
Senior Portfolio
Manager
Cairo



Jose Fierro
Senior Portfolio
Manager
Mexico City



Ahmed Kamal
Senior Portfolio
Manager
Abu Dhabi



Weiting Liu
Senior Portfolio
Manager
Shangai



Hweejan Ng
Senior Portfolio
Manager
Singapore



Alper Ozdemir
Senior Portfolio
Manager
Istanbul



Alberto Rodriguez
Senior Portfolio
Manager
Mexico City



Kutay Ultan
Senior Portfolio
Manager
Istanbul



Welliam Wang
Senior Portfolio
Manager
San Paolo

Il presente documento è stato redatto dal Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità, a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso.

Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente il Gruppo Azimut è sollevato da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante il Gruppo Azimut abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità.

Il Gruppo Azimut ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.