

EDIZIONE MENSILE #114 | 2 luglio 2024

Non ruota tutto attorno all'IA

EDITORIALE

- I distributori industriali evidenziano una crescita dei ricavi e performance azionarie costantemente solidi
- I mercati finali dei sistemi HVAC, idrici e dell'isolamento si distinguono per le prospettive particolarmente interessanti...
- ... dal punto di vista ambientale, del trend di reshoring e della carenza cronica di investimenti nel passato

STRATEGIA GLOBALE

- Lo scenario di soft landing globale è tornato, con la Fed prossima a tagliare i tassi
- I mercati azionari hanno così segnato un rally verso nuovi massimi, sebbene con un'ampiezza del mercato ancora più ristretta
- La seconda metà del 2024 potrebbe essere caratterizzata da una volatilità più elevata e rendimenti più contenuti

ASSET ALLOCATION

- Status quo dell'allocazione tattica - Un approccio costruttivo ma vigile
- Azioni - Manteniamo un approccio diversificato all-terrain di alta qualità
- Obbligazioni - Cautamente neutrali sulla duration sovrana e selettivi nel segmento HY/emergenti

Non ruota tutto attorno all'IA

Anche i modelli di business relativamente semplici possono essere estremamente remunerativi per gli investitori. I distributori industriali non solo lo hanno dimostrato in passato, ma oggi sono oggetto di attenzione da parte del noto imprenditore Brad Jacobs. Con l'IA che imperversa dentro (e fuori) i mercati azionari, un argomento piuttosto per esperti, abbiamo pensato che i lettori potrebbero trovare interessante un articolo su aziende semplici e noiose. Tanto più che, oltre ai loro interessanti parametri finanziari, i distributori industriali possono offrire esposizione a vari trend ambientali, in modo più difensivo rispetto, ad esempio, agli investimenti in società di energia rinnovabile.

Uno sguardo alla performance composta di lungo termine mostra che i grandi distributori industriali, come Pool Corp, Watsco, Fastenal, Applied Industrial e Grainger negli Stati Uniti, o Beijer Ref, IMCD e Diploma plc in Europa, hanno nettamente eclissato i rispettivi indici di mercato. Questi rendimenti "10-bagger" si basano sulla capacità di fornire una crescita costante dei ricavi del 5-10%. Il che, a sua volta, dipende da modelli di business di qualità, che si collocano tra un numero elevato di fornitori e un numero altrettanto grande di clienti, spesso fedeli al marchio; da effetti di scala molto ampia, con un supporto tecnico 24/24 e competenze digitali fondamentali; da opportunità di acquisizioni bolt-on di aziende private (a basso costo); e da un quadro normativo di supporto in alcuni mercati finali.

Inoltre, nonostante i margini lordi relativamente bassi inerenti alla loro attività, i distributori industriali generano un solido free cash flow, grazie a una bassa intensità di capitale, a un'elevata redditività del capitale investito e a significative sinergie (di acquisto) ottenute attraverso le acquisizioni bolt-on.

I mercati finali HVAC (riscaldamento, ventilazione e condizionamento), idrico e di isolamento sono quelli che attualmente godono dei venti a favore più forti, per ragioni normative ma anche in ragione della più ampia tendenza al reshoring in atto dopo il Covid. In effetti, le carenze e le interruzioni nelle consegne durante la pandemia hanno fatto capire ai clienti l'importanza di

catene di approvvigionamento solide, e quindi di distributori di grandi dimensioni.

Nel segmento HVAC, l'opportunità risiede nel miglioramento dell'efficienza complessiva (tali sistemi rappresentano oggi il 40% del consumo energetico degli edifici statunitensi) e nell'eliminazione graduale dei refrigeranti HFC (idrofluorocarburi) in particolare, che sono una delle principali fonti di emissioni di CO₂, come previsto dall'emendamento di Kigali, adottato nel 2016 ma ratificato dagli Stati Uniti solo nel 2022.

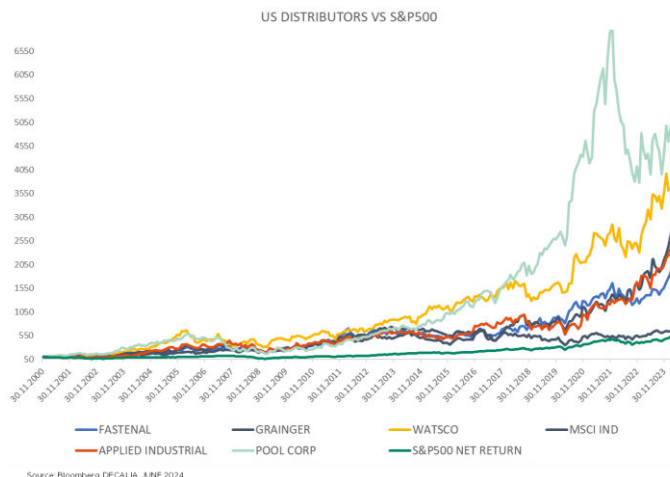
Per quanto riguarda l'infrastruttura idrica, non solo è vecchia e carente di investimenti, il che comporta un aumento delle perdite e delle interruzioni d'acqua, ma anche i disastri naturali sono diventati un evento regolare, spesso con problemi di contaminazione dell'acqua. Riconoscendo l'urgente necessità di un ammodernamento, l'"Infrastructure Investment and Jobs Act" bipartisan statunitense del 2021 prevede di destinare circa \$50 miliardi alla fornitura idrica, alla rete fognaria e ai sistemi di smaltimento dei rifiuti.

Per l'isolamento, la tesi di investimento è semplice: è la migliore leva per migliorare l'efficienza energetica di un edificio. Infatti, i prodotti isolanti sono in grado di assorbire circa il 90% della dispersione termica di una casa costruita prima del 1974, che si tratti del tetto (28%), delle pareti (23%), del sistema di ventilazione (23%), delle finestre (13%), dei ponti termici (8%) o del pavimento (8%).

Vi abbiamo convinto? Concludiamo citando Brad Jacobs¹, il cui track record aziendale parla per sé e che ha individuato nella distribuzione di prodotti per l'edilizia il suo prossimo campo di investimento: "Tra la costruzione di alloggi che saranno necessari nei prossimi anni e la necessità di riparare e ristrutturare, penso che ci sarà una domanda abbastanza buona per la distribuzione di prodotti per l'edilizia". E, aggiunge, "l'edilizia residenziale non sarà perturbata dall'intelligenza artificiale. Non sta andando nel metaverso!"

Scritto da Alexander Roose, Head of Equities

GRAFICO DEL MESE



¹ Fondatore di 8 aziende (di cui 6 quotate in borsa), Brad Jacobs è attualmente presidente esecutivo del trasportatore di merci XPO e CEO di QXO - per il quale ha recentemente raccolto \$4,5 miliardi di capitale, nell'ottica di consolidare il settore della distribuzione di prodotti per l'edilizia

STRATEGIA GLOBALE

Le elezioni francesi stanno causando una (gradita) frenata del sentiment di mercato

Ultimamente la situazione è rimasta pressoché invariata sul fronte macroeconomico globale, con un pizzico in più di turbolenze politiche in Europa. Dati del CPI USA più deboli del previsto, rapporti sull'occupazione resilienti, vendite al dettaglio e produzione industriale contrastanti hanno contribuito a riportare alla ribalta lo scenario di soft landing globale. Nel frattempo, il ciclo di allentamento della politica monetaria di sostegno delle banche centrali è ormai ben avviato, con la Fed che si appresta a tagliare i tassi in un contesto di crescita resiliente.

Di conseguenza, il nostro scenario macroeconomico di base rimane invariato (soft landing con una crescita più lenta ma positiva e un'inflazione vischiosa ma accettabile, che porterà a un certo punto a una normalizzazione dei tassi), anche se i rischi di una temporanea riaccelerazione dell'inflazione e/o di un periodo di debolezza economica non possono essere totalmente scartati. A nostro avviso, la stagflazione rappresenterebbe lo scenario peggiore per i portafogli bilanciati, danneggiando sia le azioni che le obbligazioni e impedendo un rimedio di politica monetaria.

In questo contesto, i mercati azionari globali hanno proseguito la loro corsa anche il mese scorso, anche se non tutti allo stesso ritmo. In effetti, schiacciati dalle incertezze politiche europee, gli indici globali hanno registrato nuovi massimi storici ma con un'ampiezza del mercato ancora più ristretta (mega-cap tecnologiche USA) - nonostante utili incoraggianti, un'inflazione USA più favorevole, rendimenti obbligazionari in calo e flussi di fondi resilienti. Inoltre, dopo aver gradualmente incrementato il rischio dei portafogli negli ultimi mesi, gli investitori hanno tirato un po' il fiato: le incertezze francesi hanno smorzato i loro entusiasmi, riportando gli indicatori del sentiment in territorio neutrale, mentre le allocazioni azionarie sono rimaste vicine alla loro media di lungo periodo. In realtà, gli attuali multipli elevati degli indici celano una realtà molto più complessa, con segmenti di mercato specifici come l'Europa o le small-cap che a nostro avviso offrono ancora valore interessante.

Per quanto riguarda il reddito fisso, i tassi rimangono equamente valutati, in quanto gli investitori hanno riprezzato le loro aspettative sui tagli dei tassi con un percorso più realistico. Detto questo, non vediamo (ancora) opportunità di valutazione abbastanza convincenti sulla parte lunga della curva, data

l'inflazione persistente, i tassi (neutrali) più elevati più a lungo e le preoccupazioni per la sostenibilità del debito sovrano che richiedono un premio a termine più elevato. Inoltre, facciamo ancora fatica a trovare credito interessante agli attuali livelli di spread ristretti. Di conseguenza, privilegiamo un posizionamento neutrale sulla duration dei titoli sovrani, soprattutto attraverso le obbligazioni convesse, mentre manteniamo la nostra preferenza per i titoli societari rispetto ai titoli sovrani (sulla base di un approccio "buy & hold") sulla parte a breve della curva, insieme alla selettività nel segmento HY/mercati emergenti.

Nel complesso, non abbiamo apportato cambiamenti alle nostre view di allocazione tattica, dopo aver adottato un approccio leggermente più cauto solo due mesi fa. Manteniamo una view positiva sui fondamentali azionari, ma intravediamo rischi di una maggiore volatilità dei mercati (disinflazione irregolare, fattori geopolitici, tempistica dell'allentamento monetario) che provocherebbe un certo consolidamento dei prezzi facendo probabilmente ridurre i rendimenti nel breve termine. A livello di portafoglio, alla luce dell'attuale bassa volatilità delle azioni, riteniamo che una copertura tattica "economica" sia ragionevole per proteggere i solidi guadagni registrati da ottobre. Altrove, manteniamo la nostra posizione cautamente neutrale sulle obbligazioni e guardiamo all'oro alla ricerca di una certa diversificazione. Sul mercato valutario, continuiamo ad apprezzare sia il franco svizzero (anche dopo il secondo taglio dei tassi da parte della BNS) sia il dollaro USA.

Tutto sommato, non siamo particolarmente preoccupati dall'esito delle elezioni francesi per i mercati finanziari e in realtà accogliamo con favore il conseguente calo del sentiment degli investitori. Tuttavia, la seconda metà del 2024 sembra destinata a rimanere movimentata per gli asset rischiosi. In definitiva, ci atteniamo a un atteggiamento cautamente ottimista, favorendo un approccio alla costruzione del portafoglio all-terrain, basato su un'allocazione diversificata e ben bilanciata di asset e settori, con una preferenza verso titoli ciclici di alta qualità all'interno delle azioni, puntando al contempo su carry, qualità e convessità nel settore obbligazionario.

Scritto da Sandro Occhilupo, CFA, Head of Discretionary Portfolio Management e da Damien Weyermann, CFA, Senior Investment Manager

Stress test politico francese per le obbligazioni



Leadership più ristretta del mercato azionario mondiale

