

Tanto sensibile ai tassi

di Boris Secciani



Il listino delle aziende tecnologiche, che contiene le tre società a maggiore capitalizzazione del mondo, a causa del modesto incremento dei tassi che si è verificato sui Treasury, ha evidenziato una caduta delle quotazioni di circa il 10%, che in realtà è subito rientrata. In effetti, è logico che questi titoli siano particolarmente sensibili all'incremento degli interessi, perché i loro corsi si giustificano solo in base a ipotesi ottimistiche a lungo termine. Ma gli enormi investimenti in infrastrutture previsti negli Usa dovrebbero rappresentare un driver capace di superare anche questo ostacolo

Oggi può forse apparire strano analizzare un insieme di azioni in base al mercato sul quale sono quotate. Nel caso del Nasdaq però, fare ciò significa identificare dinamiche fondamentali per l'equity globale e per i mercati in generale. Su questo circuito, infatti, sono scambiate le tre aziende a maggiore capitalizzazione mondiale, ma è altrettanto vero che su questa gigantesca piazza trovano spazio tantissime società tecnologiche meno conosciute, ma altrettanto dinamiche, se non di più, dei colossi che hanno dominato nell'ultimo decennio. Da tenere sotto osservazione anche un vasto e vitale gruppo di small e mid cap in comparti come il biotech e i servizi finanziari. Osservando i movimenti all'interno di questo macro-insieme, è possibile dunque portare alla luce quanto sta succedendo in termini di interazioni fra growth e value, mega-cap e large cap, small e mid cap. Ma si possono cogliere anche le dinamiche tra le società farmaceutiche tradizionali e quelle basate sulle biotecnologie e alcune differenze fondamentali fra grandi gruppi finanziari e istituti locali. In pratica, un coacervo di temi che oggi vive una fase di discreta tensione, pur nell'ambito di un quadro ancora positivo, grazie alle speranze di superamento della pandemia.

È bastato, infatti, un modesto rialzo dei rendimenti dei Treasury Usa, un innalzamento delle aspettative di inflazione e una normalissima correzione da parte delle azioni growth fra febbraio e marzo, da cui si è poi prontamente rientrati, per cominciare a parlare di fine di un'epoca e di avvio di una grande rotazione. Sicuramente la dispersio-

ne dei rendimenti dell'equity fra pochi campioni growth e il resto dei listini è un fenomeno reale e dalle proporzioni davvero inusuali: non a caso ha ribaltato diversi paradigmi della moderna teoria di portafoglio, in particolar modo l'idea di un'esistenza di sovraperformance offerte dal value e dalle small e mid cap. Infatti, nell'ultimo decennio, e in maniera maniacale dal 2015-2016 in poi, si è diffusa una mentalità da winner takes all. Essenzialmente la convinzione diffusa secondo cui poche mega corporation internet americane e asiatiche andranno a divorare qualsiasi attività economica presente e futura.

UN PO' LA FINE DI UN'EPOCA

Questo atteggiamento (insieme al fatto che i media sono sempre a caccia di news), è con ogni probabilità sbagliato, come lo è stato tutte le volte che si è diffuso in passato, ed è alla base dell'atmosfera un po' da fine di un'epoca che ha caratterizzato questo primo trimestre del 2021. Di certo, ci sono ottime motivazioni per cercare autentiche gemme in ambito value e con altrettanta sicurezza si può affermare che

molte mega-cap del Nasdaq oggi scambiano a multipli difficilmente giustificabili, anche dando per scontato lo scenario alla Blade Runner su cui poggiano. È vero anche che i movimenti dei tassi di interesse e dei rendimenti delle attività risk free per varie ragioni non sono mai simmetrici, per cui un rapido rialzo di meno di un centinaio di punti base sui Treasury, che ha riportato il decennale al livello pre-pandemia, potrebbe essere oggi insostenibile, nonostante simili numeri fossero completamente normali fino al febbraio del 2020.

TREASURY SU, P/E GIÙ

Detto ciò, sicuramente non si può non partire dal fatto che le valutazioni sono estremamente elevate, il che sta portando a uno scenario ben descritto da **Olivier De Berranger**, chief investment officer di **La Financière de l'Echiquier**: «È vero che il confine tra una reflazione favorevole e un'inflazione distruttiva è labile. Forse questo fatto spiega lo stress dei mercati. Ma sono ormai più di 10 anni che nei paesi ricchi, in particolare in Giappone e in Europa, l'inflazione è a livelli decisamente

bassi. Quindi non si sa in base a quale meccanismo potrebbe esplodere di colpo, visto che nel sistema economico non è cambiato fondamentalmente nulla. La reazione febbrile dei mercati si spiega perciò con altre cause, in particolare per il timore che i tassi nominali aumentino bruscamente, soprattutto in un contesto in cui i governi inondano i mercati del debito per assorbire i deficit. Tuttavia le banche centrali hanno dimostrato a più riprese di avere il totale controllo dei tassi e sicuramente assorbirebbero l'eccesso di offerta obbligazionaria in caso di bisogno, "whatever it takes", come disse il "salvatore dell'euro", ora alla guida del governo italiano. L'ultima spiegazione sarebbe un timore specifico sul futuro dei titoli più cari del listino, in particolare le società leader dell'innovazione digitale o energetica. Il loro prezzo attuale si giustifica solo in base a ipotesi ottimistiche a lungo termine. Un aumento strutturale del costo del capitale inciderebbe significativamente sulle valorizzazioni, rendendole più fragili e determinando una brusca inversione. Tesla, per esempio, ha perso il 20% a febbraio, con un movimento esattamente opposto all'andamento dei tassi Usa a 10 anni».

La chiosa su Tesla è particolarmente significativa: alla fine, infatti, lo sfogatoio del quantitative easing non sarà tanto l'avvio di un processo di inflazione e di svalutazione reale delle fiat currency, possibile ma ancora di là da venire, quanto la crescita di una correlazione inversa sempre più netta e precisa fra le valutazioni di titoli super-growth quali Tesla e il livello dei tassi di interesse e dei rendimenti obbligazionari. Sempre più, infatti, l'equity risk premium andrà a configurarsi come il criterio principe per valutare prospettive e rischi di un portafoglio azionario. Il concetto di duration delle azioni probabilmente diverrà sempre più centrale nell'approcciare titoli come quelli contenuti nel Nasdaq.

ABBASSAMENTO DEI MULTIPLI

In pratica, a fronte di un rialzo dei tassi, gli investitori sono molto meno disposti a riconoscere oggi lo stesso valore attribuito fino a poco tempo fa a flussi di cassa aziendali lontani a venire, che costituiscono il grosso delle stime di cash flow di molte azioni growth. Il calo dei prezzi conseguente si configura dunque come un abbassamento dei multipli, perché non sono venute a cambiare in sé le stime di profitto, ma il



valore a esse assegnato. Una descrizione molto precisa del fenomeno viene fornita da **Alberto Artoni**, portfolio manager Us equity di **AcomeA Sgr**: «Dopo l'incredibile performance del 2020, l'indice della cosiddetta "New economy" appare decisamente meno brillante nei primi mesi del 2021, a fronte di un significativo aumento della volatilità. Questa dinamica si può analizzare alla luce di tre elementi fondamentali: l'effetto duration, le prospettive macroeconomiche e le condizioni di mercato. Così come, a parità di tutte le altre condizioni, il prezzo di un bond a lunga scadenza scende a fronte di un rialzo dei tassi di interesse, i titoli cosiddetti "growth"

soffrono per un medesimo rialzo dei tassi di interesse. Dato che il valore di un'azione non è altro che la somma dei flussi di cassa futuri scontati a un tasso opportuno, per un aumento di questo parametro proprio le società che produrranno i maggiori utili e flussi di cassa soltanto fra molti anni soffrono di più».

In effetti è piuttosto impressionante osservare che negli ultimi due anni si è avuto un andamento pressoché speculare da parte del P/E forward del Nasdaq e del rendimento del decennale statunitense, un fattore sottolineato esplicitamente sempre da Artoni: «Questa dinamica è ben rappresentata nel grafico sottostan-

te, che mette in relazione il rapporto prezzo/utili del Nasdaq e l'andamento del decennale americano. A partire dal 2019, il cambio di politica monetaria della Fed ha comportato una riduzione dei tassi e una conseguente espansione dei multipli e quindi della valutazione del Nasdaq. Questa dinamica si è rafforzata nel 2020, dato che la pandemia ha costretto la Banca centrale a ulteriori nuove misure espansive. È importante notare che nei primi mesi del 2021 il rendimento del decennale è tornato a salire passando da circa l'1% all'1,5% e contestualmente abbiamo assistito a un'iniziale contrazione del multiplo del Nasdaq».

VALUE/GROWTH E TASSI REALI



P/E NASDAQ E RENDIMENTO DEL DECENNALE USA



Un'innovazione meno americana?

Il tema delle infrastrutture è forse la porzione più vistosa di quella che potrebbe essere una nuova fase di innovazione tecnologica profondamente diversa da quella che abbiamo visto finora. Infatti la pandemia ha portato a un'accelerazione di cambiamenti nelle abitudini di consumo in divenire già dalla seconda metà degli anni novanta, ma nei prossimi anni potremmo assistere a forti disruption in ambiti finora relativamente poco toccati. Questo paradigma si intreccia in maniera quasi inscindibile con l'altro tema dominante di questo periodo, ovvero la transizione verso la sostenibilità.

UN GRANDE RINNOVAMENTO IN CORSO

Stephen Dover, di Franklin Templeton Investments, elabora un interessante spunto su questo argomento: «Tecnologia e innovazione stanno cambiando settori che continuavano a operare secondo modelli sorpassati. Le aziende dei comparti industriali, dei materiali e dell'energia adottano sempre più spesso soluzioni software e di automazione mirate a migliorarne l'attività. Le società di materiali impiegano dati scientifici e strumenti analitici per soddisfare meglio le necessità globali nel campo della salute e della nutrizione, oltre che della sostenibilità».

CENTINAIA DI SOLUZIONI DIVERSE

In un ambiente con queste caratteristiche è però probabile che si avrà un minore dominio da parte di pochi nomi statunitensi in grado di trascinare al rialzo i benchmark locali, inclusi quelli incentrati sui titoli del Nasdaq. I cambiamenti appena descritti, infatti, prevedono l'interazione di centinaia di soluzioni e tecnologie diverse, un paradigma che non si presta certo alla creazione di situazioni di dominio come l'internet consumo-centrico visto finora. Di conseguenza è difficile che si avrà ancora un simile dominio dell'equity statunitense (e di piccoli pezzi di quello asiatico) con l'avvento finalmente di un'epoca di stock picking più generale. Ciò nonostante, all'interno del Nasdaq gli investitori più accorti continueranno a trovare autentiche gemme oggi non del tutto valorizzate e alcuni dei dominatori del prossimo futuro.

GLI STIMOLI DI BIDEN

A questo punto, però, bisogna considerare un altro elemento: tipicamente, in un ciclo economico, quando si comincia ad arrivare alla fine, fra rialzo di aspettative di inflazione e politiche monetarie più stringenti, in generale si apre anche una finestra favorevole agli asset rischiosi. Sul mercato del credito di solito ciò si traduce nel classico movimento incentrato sul fatto di puntare su un restringimento degli spread, elemento sfavorevole alle strategie caratterizzate da un'elevata duration. Se andiamo a traslare ciò nella storia recente dell'azionario, vediamo che c'è un limite progressivamente sempre più basso al livello dei tassi reali tollerabili dal sistema prima di indurre un bear market, anche se in mezzo c'è sicuramente la possibilità di sfruttare occasioni di rotazione. Come appare però nell'analisi dei principali benchmark del Nasdaq, non è detto che ciò si traduca solo in un passaggio dal growth al value. Infatti più volte, quando si parla di tecnologia, si mettono in rilievo le megacap del Nasdaq come un modello di utility ad alta crescita, indicando con esso uno scenario di quasi oligopolio dove pochissimi gruppi di dimensioni enormi sono in grado di monopolizzare intere filiere che presentano tuttora tassi di crescita elevatissimi.

Proprio all'interno di una piazza come il Nasdaq, però, esistono realtà estremamen-

te variegata all'interno del gigantesco insieme della tecnologia. È infatti possibile trovare società i cui flussi di cassa non sono stati probabilmente stimati in maniera corretta e che quindi sono in grado di resistere anche a un tasso di sconto più elevato. Ragionevolmente un elemento chiave per portare a una svolta di questo genere potrebbe essere il gigantesco piano di stimoli infrastrutturali voluto dall'amministrazione Biden. L'enorme upgrading previsto, peraltro in una nazione che ne ha un forte bisogno, apre alla digitalizzazione e in generale a nuove tecnologie uno spicchio enorme di quella che resta la maggiore economia del pianeta.

Un interessante esempio di quanto viene esposto arriva da **Stephen Dover**,

chief market strategist di **Franklin Templeton Investments**: «Il piano da 2 trilioni di dollari per le infrastrutture creato dall'amministrazione guidata da Joe Biden include un'accelerazione degli investimenti nella tecnologia. Il settore hi-tech potrebbe beneficiare di un aumento degli acquisti di server, dispositivi per l'archiviazione, hardware e software di rete e investimenti in condivisioni di data-center. Inoltre la banda larga e la tecnologia di quinta generazione (5G) possono ricevere un impulso dalla loro diffusione a costi più bassi negli ambienti rurali e urbani soprannominati "deserti della banda larga". Il Rural digital opportunity fund statunitense potrebbe ampliarsi».

