

COVER STORY

L'AMERICA DI BIDEN

Wall Street, la politica non è onnipotente

di Boris Secciani

La linea che sta passando a Wall Street è che le politiche economiche della Casa bianca alla fin fine non hanno una grande rilevanza sui mercati. Detto ciò, alla base del programma presidenziale c'è un vasto impegno nella realizzazione di infrastrutture legate a una svolta green. Su questa base, la tecnologia, pur mantenendo un ruolo da protagonista, dovrebbe essere affiancata da ciclici, utility e value in generale

«In realtà l'inquilino della Casa Bianca conta relativamente poco per l'andamento dei mercati finanziari nel medio-lungo periodo. Il trend rimane intatto, indipendentemente dal risultato elettorale. D'altra parte, nel breve, è successo di tutto con presidenti di ogni colore politico». Questo breve ed eloquente intervento di **Luca Tobagi**, investment strategist di **Invesco**, è fondamentale per introdurre un'analisi sulle prospettive dell'azionario statunitense e globale con la nuova amministrazione. Infatti, in un sistema complesso come quello Usa, vi è una moltitudine di fattori che rende un presidente ben lontano dall'onnipotenza nell'influenzare economia e mercati. Prove di ciò si possono trovare in quanto è accaduto nelle due precedenti amministrazioni: né gli otto anni di Barack Obama hanno cambiato in direzione particolarmente liberal il modello statunitense, né i quattro di Donald Trump hanno avuto un effetto così lineare. Sicuramente il taglio alle imposte operato ha dato una notevole spinta all'economia, così come il sostegno delle banche centrali. Però, quando si guarda all'andamento borsistico settoriale si trova un bilancio sorprendente, come sottolinea **Stefan Kreuzkamp**, chief investment officer di **Dws**: «La politica è solo uno dei molti fattori che determinano le prospettive economiche e ha un peso ancora minore sulle valutazioni di borsa. Il sostegno di Trump all'industria petrolifera, ad esempio, ha fatto poco per aiutarla nei confronti del passaggio a un'energia più verde e della sovraccapacità globale. I settori favoriti da Trump nel 2016, acciaio, petrolio, carbone, alberghi e immobili, hanno registrato risultati in gran parte inferiori rispetto all'economia nel suo complesso. In definitiva, le condizioni politiche sono solo uno dei fattori in grado di influenzare le prospettive economiche di un segmento, forse con un impatto anche inferiore a quanto si possa pensare».



LUCA TOBAGI
investment strategist
Invesco

HI-TECH COME UTILITY

Ovviamente il primo pensiero che potrebbe venire in mente, in particolar modo con un quadro politico così diviso, è che il discorso si potrebbe riproporre pari pari in maniera speculare per i progetti infrastrutturali legati alla nuova economia green, che sono fra le priorità dell'amministrazione democratica. Perciò, appare inevitabile per un investitore chiedersi quale panorama in termini di equity Joe Biden si troverà a gestire. Notoriamente il mercato azionario Usa viene da un periodo di sovraperformance notevoli, grazie alla potenza delle proprie mega-cap tecnologiche che si trovano in un incredibile goldilocks che le configura come utility ad altissima crescita. Si tratta di aziende che si trovano per le loro dimensioni e competitività in uno scenario di quasi inattaccabilità all'interno di una serie di settori che offrono servizi essenziali, ma caratterizzati ancora da una forte potenzialità di sviluppo. Tutto ciò si è tradotto in una capacità di generare margini, profitti e free cash flow quasi stupefacente.

Non si può però dimenticare che il fenomeno si è accompagnato a una crescita notevolissima delle quotazioni che oggi non sono troppo giustificabili neppure dalla disruption tecnologica accelerata dal Covid. In effetti, come si può evincere dalla tabella riportata a fianco, la crescita abnorme di un manipolo ristretto di colossi tecnologici, data in buona parte da un'espansione pazzesca di multipli, è motivo di preoccupazione non indifferente, come ricorda **Taymour Tamaddon**, gestore del fondo **T. Rowe Price Funds Sicav-U**s

Large Cap Growth Equity di T. Rowe

Price: «Sebbene il rischio di concentrazione non sia un fenomeno nuovo, è diventato più acuto nei mercati azionari Usa odierni, a causa delle performance stellari di un numero limitato di aziende growth large-cap nei settori consumer, media e tech. Il successo di queste società è collegato a forze che stanno rimodellando le economie e i mercati. Innovando e stravolgendo i modelli di business tradizionali, queste imprese stanno rapidamente togliendo fette di mercato a player di lunga data e mettono in un contesto completamente nuovo le considerazioni sulle valutazioni e sulla concentrazione. Tuttavia, riteniamo che negli ultimi mesi i multipli dei benchmark growth siano aumentati, toccando livelli insostenibili su un orizzonte di più lungo periodo. Intanto, ci sono ancora opportunità growth interessanti da scovare e il successo degli investimenti dipenderà ampiamente dalla capacità di

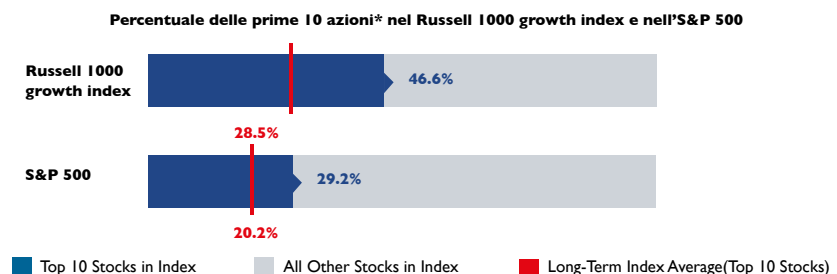
prendere le giuste decisioni su chi sovrappesare a livello di indice».

Non c'è da stupirsi, infatti, di avere visto, dopo la settimana delle elezioni favorevole al growth, una forte rotazione verso quei comparti più ciclici che in teoria dovrebbero subire un bagno di sangue sotto Joe Biden, a partire dall'energia. Da una parte ogni rialzo dei rendimenti dei Treasury rappresenta un pericolo per il growth in termini di restrizione dei premi al rischio, dall'altra sicuramente la pandemia rimane il problema numero uno da risolvere, al di là della transizione alla Casa Bianca. In particolare, l'enorme espansione dell'M2 statunitense rende plausibile uno scenario in cui, una volta esaurito il Covid, vi possa essere un'esplosione di consumi al di fuori di videogiochi ed e-commerce.

RAGIONI INTATTE

In verità non va dimenticato che le ragioni alla base della supremazia dell'It sono ancora tutte intatte, sia quelle strutturali, sia quelle (si spera) contingenti legate al coronavirus, come spiega **Paolo Mauri Brusa**, gestore del team multi asset Italia di **Gam (Ita-**

DIECI AZIONI DOMINANO LA COMPOSIZIONE DEI MAGGIORI INDICI



As of August 31, 2020.
*By market capitalization.

Fonte: T.Rowe Price analysis using data from FactSet Research Systems Inc. All rights reserved. (See Additional Disclosures.)

Tecnologia, un po' di rischio politico resta

Oltre al rischio collegato a multipli inquietanti (anche usando metriche più sensibili alla crescita futura come il Peg), non si può dare per scontata l'assenza di un rischio politico per i colossi della tecnologia. Un osservatore potrebbe essere tentato di liquidare la questione con una battuta, dicendo che se Big tech ha prosperato sotto Trump, nonostante lo scarso feeling reciproco, non si vede quali grane dovrebbero sorgere con la nuova classe politica, sicuramente più vicina alla Silicon Valley per sensibilità culturale. In realtà un filo di malcontento verso aziende percepite come troppo potenti e palesemente ostili a qualsiasi forma di lacci e laccioli è piuttosto chiaro, tanto da non potere escludere una recrudescenza di pressione a livello legislativo. Un eccellente riassunto delle diverse posizioni e visioni in campo e dell'ambiguità del quadro attuale viene fornito da **Amanda Lyons**, investment manager, technology equities di **Gam Investments**: «È improbabile che la regolamentazione nel settore tecnologico sia una priorità assoluta per Biden dopo le elezioni; la salute e l'economia avranno la precedenza. Sia Trump, sia Biden avevano



AMANDA LYONS
investment manager,
technology equities
Gam Investments

chiarito di volere abrogare la Sezione 230 del Communications decency act, emanato nel 1996 per rendere Internet più commerciale. La loro opposizione all'atto, tuttavia, proviene da angolazioni opposte. Trump era preoccupato che le voci conservatrici fossero soffocate, mentre Biden è più impensierito per i contenuti dannosi che potrebbero essere interpretati come troppo rumorosi da parte della destra. Il nuovo presidente finora ha detto poco sulle big tech e non ha consulenti chiari in materia di politica tecnologica; nelle interviste ha detto di essere più interessato alla moderazione dei contenuti che alla politica della concorrenza. Tuttavia, i democratici hanno presentato un rapporto che sostiene importanti cambiamenti alle leggi antitrust che mirano a limitare la possibilità di acquisire concorrenti più piccoli e a porre restrizioni sulla vendita dei propri prodotti nei propri marketplace, che avrebbero un impatto su Amazon in particolare. Le leggi antitrust verrebbero estese per coprire il "danno ai lavoratori e all'innovazione", piuttosto che il danno al consumatore. Si tratta di un grosso problema, poiché la principale linea di difesa per le aziende è che il consumatore ottiene i propri prodotti gratuitamente: quindi dov'è il danno? Il rapporto propone anche un aumento dei finanziamenti alla Commissione federale per il commercio, che attualmente è frenata da vincoli di bilancio. Se Biden dovesse sostenere questo rapporto, potrebbero esserci conseguenze fortemente negative per la tecnologia; la nuova legge antitrust può richiedere anni per passare attraverso i tribunali e finirebbe probabilmente alla Corte suprema».

lia) Sgr: «Il forte rally dei settori growth di quest'anno ha nell'aumento dei tassi e ancora di più nel superamento della pandemia i suoi peggiori nemici. Se da un lato il differenziale di valutazione fra i settori value e growth ha raggiunto livelli estremi, dall'altro il movimento di questi giorni è stato dettato più da fattori tecnici, ovvero un veloce riposizionamento di operatori short seller, che da un reale cambio di regime del mercato. Le tempistiche sulla disponibilità su grande scala dei vaccini sono ancora incerte ed è quindi prematuro pensare a un'imminente ripresa di tutte le attività economiche. È anzi verosimile stimare che, almeno fino alla prossima primavera, le misure di contenimento resteranno con noi, seppure a intervalli intermittenti. La rotazione di questi giorni ha quindi limato parte degli eccessi creati quest'anno e lo spazio per un ulteriore recupero del value è ancora molto ampio. Alcuni dei processi di cambiamento che hanno visto un'accelerazione durante la pandemia sono però irreversibili e, al netto della recente correzione, il trend di settori come cloud computing, social network o vendite

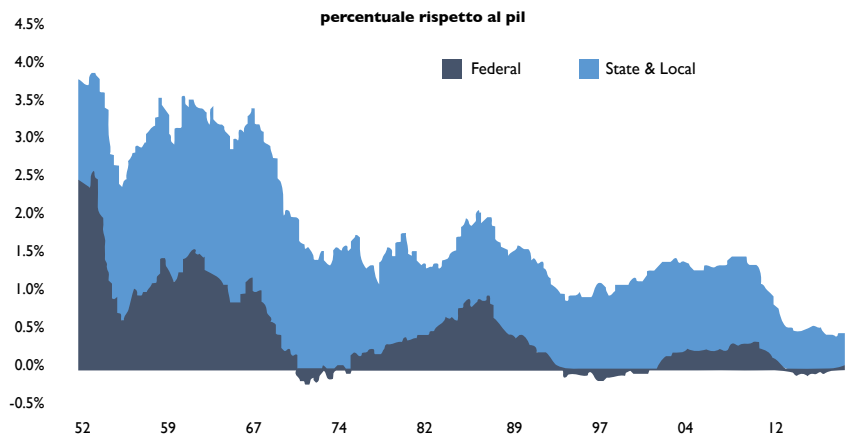
online, giusto per citare i più noti, è destinato a continuare anche negli anni a venire».

LA WILD CARD GREEN

L'arrivo di un vasto programma di rinnovo di infrastrutture potrebbe sparigliare le carte in tavola, per quanto riguarda cresci-

ta e modello economico, e rappresentare una concreta possibilità di allargare il bull market statunitense con un rotazione al di fuori delle mega-cap tech verso un ampio mix di aziende cicliche legate ai comparti tradizionali e a gruppi che operano in ambiti innovativi. Non è un mistero che quello

GLI INVESTIMENTI PUBBLICI IN INFRASTRUTTURE SONO AI MINIMI STORICI

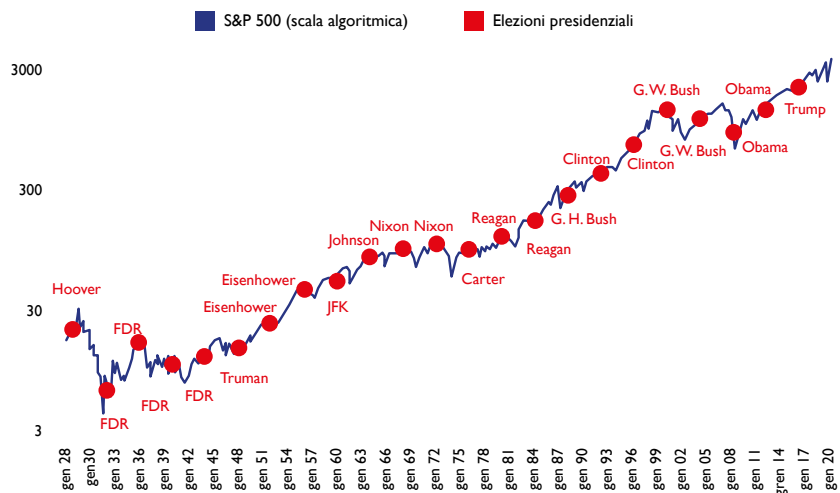


Fonte: Topdown Charts, US Bureau of Economic Analysis

che rimane il paese tecnologicamente più avanzato del pianeta presenta uno scenario di arretratezza del proprio stock di capitale fisico in alcuni casi sconcertante. Il problema è diventato particolarmente di attualità dopo la crisi finanziaria, con la necessità di inventare sempre nuovi stimoli per un'economia dall'andamento a scartamento ridotto rispetto a un paio di decenni fa. Un po' tutti i presidenti e i principali candidati, da Obama a Trump, da Sanders a Biden, si sono abbandonati a suggestivi piani per riportare in questo ambito gli Usa all'avanguardia, anche se finora i risultati concreti sono stati nulli. La tabella nella pagina precedente, infatti, mostra che la spesa pubblica in questo campo non si schiuda dai minimi degli ultimi decenni. Indubbiamente, se Biden riuscisse a imporre una svolta su questo tema, darebbe un'impronta storica alla propria presidenza con ripercussioni notevoli sui mercati.

Però, non sarà facile raggiungere un accordo bipartisan, necessario per dare il via al tutto, vista l'impronta fortemente verde che il Partito democratico vuole dare al rinnovo infrastrutturale statunitense. Il team di gestione di **Pharus Management** riassume quasi tutti i punti caldi: «Le infrastrutture saranno probabilmente il tema che uscirà come vero vincitore dalle presidenziali. Le ragioni risiedono non solo nel fatto che entrambi i candidati lo prevedevano nel loro programma, ma anche, e soprattutto, perché le economie lo richiedono. Negli Usa gli investimenti infrastrutturali rapportati al Pil sono da decenni sui minimi storici. Basti pensare che Ray LaHood, segretario dei trasporti sotto l'amministrazione Obama, ha definito gli Usa come il terzo mondo in tema di infrastrutture, con la previsione di almeno 2 trilioni di dollari da investire entro il 2025 per chiudere questo gap infrastrutturale che potrebbe impattare negativamente il Gdp per circa 4 trilioni di dollari con 2,5 milioni di posti di lavoro persi. Proprio grazie all'effetto moltiplicativo sul Gdp, caratteristico degli investimenti infrastrutturali, entrambi i candidati proponevano piani importanti di spesa, che nel caso di Biden saranno più focalizzati sul mondo della decarbonizzazione e della green economy, con il neo-eletto presidente che ha già dichiarato che gli Usa rientrano entro pochi giorni dall'inizio del suo mandato nell'accordo di Parigi sul clima. I settori che trarranno maggiore beneficio da queste tematiche sono: industriali, materiali di base, utility, rinnovabili e green energy».

ANDAMENTO DELL'S&P 500 ED ELEZIONI PRESIDENZIALI, 1927-2020



Fonte: Bloomberg, dati dal 31 Dicembre 1927 al 30 Ottobre 2020

GLI ANNI D'ORO ALLE SPALLE

In conclusione, bisogna tenere a mente un elemento: il mandato di Biden sarà probabilmente caratterizzato, anche a livello equity, da minori performance complessive e da Sharpe più contenuti rispetto a 10 anni probabilmente magici e irripetibili. Un aspetto interessante è dato dal fatto che non pochi vedono l'avvio di un periodo di relativa sottoperformance degli Stati Uniti, che deriva dalla sintesi di tutti gli elementi riassunti dal team di analisi di **Generali Investments**: «Una curva dei rendimenti più ripida aiuterà la rotazione verso paesi (Eurozona, Giappone ed emergenti) e settori (industriali, finanziari e materiali di base) caratterizzati da un profilo maggiormente value e ciclico, man mano che si creerà una sovraperformance delle attività a minore duration rispetto a quelle a più lunga. Gli esportatori trarranno beneficio da un atteggiamento meno ostile al libero commercio».

Simili conclusioni non devono peraltro stupire: infatti, anche nell'ipotesi di un new deal in salsa ecologista che faccia lavorare intere filiere tecnologiche e industriali, americane e non, difficilmente si potrà creare un bull market delle dimensioni di quello generato dai colossi del Nasdaq.

Ciò anche perché un simile modello economico sarebbe meno Usa-centrico, dal momento che l'Europa vanta un primato difficilmente attaccabile nelle tecnologie ambientali, mentre il Far East presenta un livello di competitività uguale a quello statunitense nell'It, con il vantaggio di quotazioni in diversi casi più accettabili e finora di una gestione del Covid sicuramente esemplare.

Non sorprende, dunque, che, in base a questa logica, proprio queste due aree ricevano il favore di diversi investitori. Tra costoro **Fabiana Fedeli**, global head of fundamental equities di **Robeco**: «Storicamente, la per-



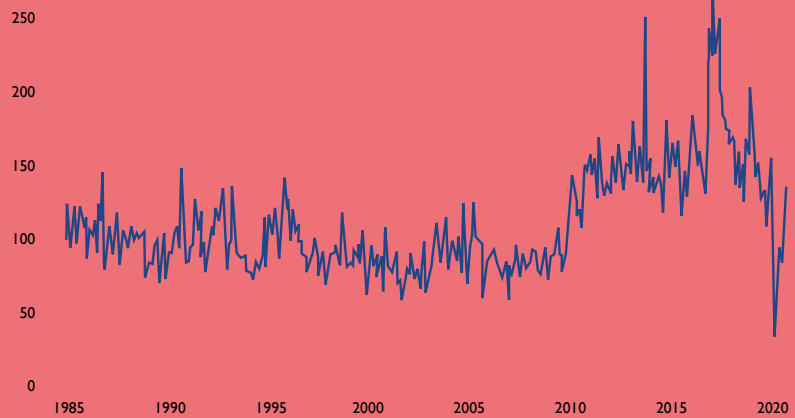
La chiave Cina

In un mondo ideale di rinnovato centrismo della politica statunitense impegnata a cercare un compromesso fra la sensibilità ambientale progressista e la voglia di crescita conservatrice, vi sarebbe spazio per costruire un portafoglio realmente diversificato. A partire dal 2021 sarà però il Gop a sostituirsi ai democratici nel ruolo di oppositori, probabilmente rispolverando un attaccamento all'ortodossia fiscale e alla dottrina del libero mercato che la presidenza Trump aveva sicuramente affievolito. Il grafico a fianco indica che la tensione politica, per quanto in parte disinnescata di recente, rimane comunque su valori preoccupanti.

In un'operazione di questo genere, però, il presidente eletto, politico consumato e pragmatico, può giocare un ruolo personale non da poco. Non ci sarebbe da sorprendersi

se i due differenti paradigmi venissero colmati nel nome della competizione con lo spauracchio Cina. Per il piano infrastrutturale una luce intorno al tunnel la vede il team di **Generali Investments**, che indica nel Dragone la chiave di lettura più probabile per costruire il ponte inter-partitico: «La polarizzazione politica non deve per forza impedire l'approvazione di alcune misure per rafforzare la crescita. Gli investimenti extra nelle infrastrutture rappresentano una priorità condivisa; inoltre Biden è famoso per la sua capacità di negoziare con i repubblicani, almeno nell'era prima di Trump. Due grossi ostacoli devono però essere superati: innanzitutto va stabilito come finanziare queste ulteriori spese. Il Gop preferisce infatti ricorrere a partnership pubblico/privato, mentre i democratici opterebbero per un aumento del debito pubblico. L'incapacità di trovare un compromesso su questo punto è stata una delle ragioni principali alla base della mancanza di qualsivoglia iniziativa sotto Trump. In secondo luogo sicuramente non viene condiviso l'entusiasmo progressista per i progetti verdi. In questo segmento i due partiti potrebbero trovare terreno comune in una politica industriale che viene presentata come una questione di politica estera. Infatti, diversi senatori repubblicani hanno spinto l'idea di una strategia di investimento nazionale per aiutare gli Usa a competere con la Cina. Investimenti in ambiti come le tecnologie legate al 5g possono essere interpretati come modi per mettere al sicuro importanti filiere e riportare in patria posti di lavoro di qualità. Un forte intervento pubblico è necessario anche per impedire alla Cina di consolidare il proprio vantaggio in aree strategiche come i veicoli elettrici; ad esempio la Repubblica Popolare vanta circa 500 mila bus elettrici, mentre gli Stati Uniti arrivano intorno a 500».

INDICE DI CONFLITTO POLITICO BASATO SULLE NEWS



Fonte: Philadelphia Fed

formance geografica relativa rispetto al resto del mondo ha coinciso con il gap degli utili previsti. Ciò suggerisce che l'attuale disparità delle valutazioni negli Usa non è giustificata dalla crescita relativa degli utili. Finora, la regione più in difficoltà da un punto di vista del recupero dell'incremento dei profitti è stata l'Europa, ma ci si aspetta un miglioramento nel 2021, soprattutto nel caso di un continuo ritorno dell'attività economica che dia supporto ai titoli ciclici. Resta però essenziale la selezione di questi titoli. D'altra parte, l'elezione contrastata negli Stati Uniti e il Congresso diviso diminuiscono la probabilità di una gestione efficace della pandemia a breve termine e di un pacchetto di stimoli adeguato. Per noi i maggiori sovrappesi sono sugli emergenti e, in particolare, sull'Asia settentrionale, seguita dall'Europa, dove troviamo titoli interessanti nel settore industriale, negli specialty materials e nel tema della sostenibilità. Nei fondi

globali abbiamo anche cominciato a spostarci gradualmente sul Giappone».

Nel concreto, ciò si traduce in diversi casi in un paio di punti in meno di previsione di total return per l'azionario Usa rispetto alle altre macro aree: ad esempio, le previsioni a lungo termine di JP Morgan Asset Management vedono per il 2021 le big cap statunitensi in rialzo del 4,1% in dollari e del 2,70% in euro. Al contempo, le stime per Eurozona, Cina, Giappone, Corea del Sud e Taiwan appaiono comprese in un ambito molto ristretto fra il +5% e il +5,70% sia in euro, sia in divise locali. Il dettaglio non è irrilevante, in quanto simili view si caratterizzano per un marcato profilo risk-on che vede pure un discreto indebitamento globale del biglietto verde.

Non è però un'esagerazione affermare che il range di incertezza rispetto a un simile paradigma appare non proprio contenuto. Innanzitutto si può notare un'apparente

contraddizione: da una parte gli Stati Uniti sembrano avviati a un ritorno a una relativa cooperazione internazionale con l'alleato naturale europeo e a rapporti comunque meno belligeranti con la Cina, dall'altra parte al suo interno la prima economia del mondo rimane un paese profondamente diviso. Joe Biden, infatti, dovrà optare per un'immagine relativamente da colomba all'estero e mantenere una credibilità da falco in patria allo scopo di riuscire a convincere il Congresso a passare il piano infrastrutturale, vero grande driver per la ripresa prossima ventura.

Tutto ciò nell'ipotesi che si stia per vedere la luce in fondo al tunnel della pandemia, altrimenti, quali che saranno i numeri di rendimento in assoluto, non ci si schiederà di un millimetro dal leit-motiv dell'ultimo anno con investitori ai limiti dell'ossessione nei confronti della tecnologia, sia statunitense, sia asiatica, con poco altro su cui puntare.