# Azionario sotto la lente: rendimenti elevati e costo del capitale ridisegnano il mercato

**LINK:** https://fundspeople.com/it/azionario-sotto-la-lente-rendimenti-elevati-e-costo-del-capitale-ridisegnano-il-mercato/?utm_source=sfmc&utm_medi...

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

otrebbe esserci un'alternativa all'azionario. O almeno, è quanto si domandano gli esperti delle società di gestione, alle prese con un ultimo trimestre dell'anno che restituisce uno scenario difficilmente conciliabile soltanto pochi anni fa. Rendimenti governativi ai massimi da decenni e principali indici in prossimità dei record. E allora, l'acronimo TINA che, come ricorda un esperto ripreso da FundsPeople, per anni ha dominato le cronache finanziarie dei tassi a zero, si trova rimpiazzato da un più prosaico TIGA, laddove le dinamiche tra le principali asset class esulano dalla tendenza decorrelativa per seguire una crescita parallela. In questo ottobre atipico, dunque, il rialzo del costo del capitale non ha finora provocato una correzione generalizzata delle Borse, ma ha modificato profondamente gli equilibri tra asset class e, soprattutto, all'interno dello stesso mercato azionario, come sottolinea un altro esperto del settore. La crescita degli utili, la concentrazione della performance su pochi titoli e la capacità delle società di remunerare gli investimenti diventano così discriminanti sempre più importanti.

Reali: "Comprare azioni significa comprare accesso alla crescita"

Stefano Reali, fund manager Pharus Sicav, riporta il rendimento del titolo di Stato americano a dieci anni, che ha toccato il 5,33% (il livello pià alto dal 2002), come elemento di potenziale sconvolgimento per le Borse. Tuttavia questo non sta avvenendo, anzi. Qui entra nel merito appunto la dicotomia azionario-obbligazionario che restituiva al primo il famoso acronimo TINA (there is no alternative), ebbene, "come evidenziato da un numero sempre maggiore di strategisti, quel mondo è finito, e l'acronimo si è capovolto in TIGA, 'there is a good alternative'". Oggi, afferma Reali, "un titolo di Stato americano rende oltre il 5%, un'obbligazione societaria di qualità ancora di più, e il rendimento reale, cioè al netto dell'inflazione, è vicino al 3%, il più alto da quasi 18 anni. Questo scenario è vero a livello globale". Da qui una conseguenza: "sulla carta, il 'premio per il rischio' delle azioni è praticamente svanito".

Tuttavia, pensare che il bond sia più conveniente di un'azione sarebbe una conclusione errata, "perché questa è una fotografia statica, e come ogni fotografia ignora il movimento". Reali ricorda infatti che la cedola di un'obbligazione è fissa per sempre, "gli utili di un'azione, invece, possono crescere, e comprare azioni significa proprio comprare accesso a quella crescita, qualcosa che nel mondo obbligazionario semplicemente non esiste". Quindi, se la crescita degli utili attesa dagli analisti si realizza, il potenziale di rialzo delle azioni resta ben più alto di quel 5,2% "a patto, è questa l'unica vera incognita, che quella crescita si materializzi davvero, perché è una promessa e non una certezza come la cedola di un bond".



De Bellis: "Correzioni da sfruttare"

Anche per Luigi De Bellis, co-head of Research Team di Equita, il rialzo dei rendimenti rappresenta oggi una delle principali

variabili da monitorare per l'azionario. A settembre il repricing dei tassi ha penalizzato le Borse europee, mentre negli Stati Uniti la forza della tecnologia ha continuato a sostenere Nasdaq e grandi società legate all'intelligenza artificiale. La lettura di Equita, dunque, individua nel rialzo dei rendimenti, "soprattutto una crescita economica più solida del previsto, non una perdita di controllo dell'inflazione". Tuttavia permane un rischio all'orizzonte, legato al livello del rendimento del Treasury USA a 30 anni: "Se si stabilizzasse sopra il 5,5% spiega De Bellis , il costo del capitale per i grandi operatori tecnologici (hyperscaler) potrebbe superare il rendimento atteso dei loro investimenti, aumentando il rischio di un rallentamento del capex e di revisioni negative sugli utili del settore". A questo si aggiunge un tema strutturale legato alla domanda estera di titoli di Stato USA (le cui detenzioni sono scese dopo l'attacco all'Iran di fine febbraio, mentre la spesa per interessi federale USA è salita a doppia cifra).

Il tema dell'intelligenza artificiale, quindi, resta sotto la lente dell'esperto che mantiene come elemento centrale per gli investitori il ritorno sul capitale degli hyperscaler: "Il consensus stima circa mille miliardi di dollari di capex nel 2027 per i quattro principali hyperscaler statunitensi, mentre il flusso di cassa libero aggregato del settore è sceso molto vicino al punto di pareggio, con un maggiore ricorso a debito ed equity". Equita non interpreta però questa dinamica come il preludio a una bolla imminente dell'intelligenza artificiale. La domanda di capacità di calcolo resta elevata e i vincoli alla crescita sono sempre più legati alle infrastrutture fisiche, dall'energia alle reti. Piuttosto, l'elemento nuovo potrebbe essere un progressivo allargamento della leadership di mercato. "Perché gli indici continuino a salire non è necessario che l'AI continui a sovraperformare. Vediamo spazio per una partecipazione più ampia, anche a favore dell'Europa e dell'Italia, meno esposte alla tecnologia e maggiormente orientate verso ciclici e finanziari".

Da qui deriva una view azionaria ancora positiva e l'indicazione di sfruttare eventuali correzioni legate a tassi ed energia per incrementare l'esposizione. Tra i segmenti favoriti figurano banche, capital goods e materie prime, sostenuti da un momentum degli utili in accelerazione. Positivo anche il giudizio sulla filiera dell'elettrificazione e dell'AI, dalle infrastrutture di rete ai semiconduttori, oltre a difesa e investimenti infrastrutturali. Più prudente, invece, l'approccio ai settori maggiormente esposti al consumatore.



Tocchio: "Il mercato azionario oggi: long artificial intelligence, short tutto il resto"

Anche Alberto Tocchio head of Global Equity and Thematics di Kairos individua nell'equity "uno dei mercati più strani degli ultimi anni". Guardando soltanto gli indici, afferma l'esperto, si potrebbe pensare che non sia successo quasi nulla: "Il Nasdaq ha addirittura segnato nuovi massimi e l'S&P 500 rimane a pochissima distanza dai propri record". Tuttavia sotto una superficie che appare immota si nasconde un mercato "letteralmente spaccato in due". Qui si ripropone il tema dei titoli legati all'AI (hyperscaler, semiconduttori e infrastruttura tecnologica) da una parte e "tutto il resto" (!) dall'altra. Tutto il

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

resto significa un mercato azionario che fa i conti "con petrolio sopra i 100 dollari, Treasury decennale sopra il 5%, politica monetaria più restrittiva e crescente incertezza geopolitica".

Il risultato, afferma "è quasi un mercato 'long artificial intelligence, short tutto il resto'". Tocchio entra nel dettaglio sui titoli dei principali indici: "Circa 400 titoli dell'S&P 500 sono sotto la media mobile a 50 giorni e circa 300 sono sotto quella a 200 giorni. L'S&P equal weight è sceso circa il 7% dai massimi, il Russell 2000 circa il 9% e le banche americane intorno al 14 per cento. Se poi togliamo dall'S&P i principali beneficiari dell'AI, il resto dell'indice è sceso circa il 5% da fine agosto". Quindi la correzione c'è già stata. Semplicemente, è stata nascosta dal peso enorme che pochi titoli hanno ormai sugli indici. Tocchio ricorda anche come oltre la metà dei titoli del Russell 3000 abbia già subito ribassi superiori al 20% dai livelli di giugno. Per cui molti titoli hanno già prezzato il rischio di mercato, tuttavia manca una componente: "La breadth, la partecipazione". E proprio la breadth "sarà probabilmente la variabile più importante da osservare nelle prossime settimane. Molte componenti del mercato hanno subito movimenti importanti (non l'azionario), quindi "il pain trade è già avvenuto nei singoli titoli, ma non ancora negli indici".

Il tema si lega direttamente all'aumento del costo del capitale. Con il Treasury decennale intorno al 5,3% e il trentennale sopra il 5,5%, anche il tasso reale statunitense è salito rapidamente. Ciò non significa necessariamente, secondo Tocchio, che il mercato obbligazionario stia anticipando una recessione. Al contrario, la domanda di capitale rimane eleata per finanziare investimenti in AI, data center, reti elettriche, infrastrutture e difesa. "Una fabbrica di semiconduttori, un data center o una rete elettrica non vengono cancellati semplicemente perché i tassi salgono di 50 punti base", osserva. Per questo il nuovo rischio non è soltanto l'inflazione. "È il costo reale del capitale, cioè il costo del capitale depurato dell'inflazione. E il punto più delicato potrebbe essere il term premium. Dopo 30 anni in cui i Treasury funzionavano quasi automaticamente come assicurazione contro una recessione, stiamo entrando in un regime in cui shock geopolitici e shock dell'offerta possono produrre contemporaneamente crescita più debole e inflazione più alta. In quel mondo, bond ed equity possono scendere insieme".



Meda: "Un mese dominato dalle incertezze"

Per Angelo Meda, responsabile azionario di Banor, sono tre le principali incertezze che gravano sui mercati di ottobre: il prezzo del petrolio, con il Brent che nelle ultime settimane è salito oltre i 109 dollari al barile per poi tornare verso quota 100; la politica monetaria, con la Fed che a settembre ha aumentato i tassi di 25 punti base; e la politica, con le elezioni regionali tedesche di settembre che hanno confermato l'indebolimento dei partiti tradizionali.

Per quanto riguarda il petrolio, afferma Meda, "quando sale, tornano i timori inflazionistici, aumentano i rendimenti obbligazionari e soffrono i titoli più sensibili ai tassi. Quando scende, bastano poche sedute perché gli investitori ricomincino a parlare di disinflazione, tagli futuri e atterraggio morbido. Il tutto mentre il quadro geopolitico può cambiare tra l'apertura dei mercati europei e quella di Wall Street". L'incertezza energetica, prosegue, "non

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

suggerisce necessariamente di inseguire il petrolio dopo ogni rialzo, bensì di chiedersi quali società possano preservare i margini se l'energia resta cara e quali, invece, abbiano costruito i propri obiettivi ipotizzando che tutto torni rapidamente alla normalità".

Sul fronte della politica monetaria, invece, "l'elemento davvero nuovo non è il singolo rialzo, ma il cambiamento delle aspettative. Per mesi gli investitori si sono interrogati sulla velocità con cui le banche centrali avrebbero ridotto i tassi. Ora la domanda è diventata improvvisamente un'altra: quante strette saranno ancora necessarie e, soprattutto, dove si trova il nuovo livello 'neutrale'?". La risposta, sottolinea Meda, non è accademica: "Con un rendimento privo di rischio superiore al 5%, ogni investimento deve giustificare il proprio prezzo con maggiore convinzione. Le azioni costose devono produrre crescita reale, il private equity non può più affidarsi esclusivamente alla leva e l'immobiliare deve rifinanziare il debito a condizioni meno favorevoli". I mercati azionari stanno però reagendo in modo selettivo: "La tecnologia e i titoli legati all'intelligenza artificiale continuano a beneficiare della crescita degli investimenti, mentre le società più indebitate o con utili molto lontani nel tempo risentono maggiormente dell'aumento del costo del capitale".

Infine, il tema politico. Secondo l'esperto, per i mercati il problema non è soltanto chi vince le elezioni: "Conta soprattutto la capacità di costruire maggioranze stabili, approvare riforme e mantenere credibilità fiscale". Ed è qui che entra in gioco l'esempio tedesco: "La Germania, un tempo considerata affidabile, oggi appare meno stabile e più imprevedibile". Come si investe, dunque, quando non si conosce il finale? "La soluzione non è prevedere meglio ogni singolo evento, ma costruire portafogli che non dipendano da un unico esito, privilegiando società con bilanci solidi, elevata generazione di cassa e potere di prezzo. Significa anche diversificare non soltanto tra molti titoli, ma tra differenti motori di rendimento, come crescita strutturale, dividendi, carry obbligazionario, infrastrutture, asset reali e situazioni aziendali specifiche. Anche la liquidità riacquista valore come riserva di flessibilità, permettendo di trasformare le correzioni in opportunità". "Non conosciamo il percorso esatto degli eventi, sappiamo però che le imprese continueranno a investire, i consumatori ad adattarsi e i mercati a cercare di anticipare il futuro. In questo contesto, il compito del gestore non è eliminare l'incertezza, ma evitare che una singola previsione sbagliata comprometta l'intero viaggio", conclude Meda.

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato