

## Le previsioni

# Partita riaperta tra old e new economy

**LUIGI DELL'OLIO**

Da inizio 2022 lo scenario si è invertito, con un riposizionamento dei portafogli verso aziende tradizionali di utility e finanza a discapito dei tecnologici, che parevano in marcia inarrestabile. Gli analisti si dividono sul trend del prossimo futuro

Il protagonismo delle banche centrali ha messo in crisi negli ultimi anni la correlazione inversa tra azioni e obbligazioni, che tradizionalmente costituiva la base per costruire portafogli diversificati. Se si scava più a fondo, si nota tuttavia che all'interno dell'equity vi sono stati andamenti anche molto differenti tra i titoli cosiddetti "value", quelli cioè con multipli bassi rispetto a ricavi e utili e attesi per l'anno in corso e il prossimo, e i "growth", che incorporano già nella quotazione di Borsa una crescita accelerata del proprio business negli anni a venire. Tra il 2020 e il 2021 questi ultimi sono stati premiati dagli investitori, soprattutto per l'accelerazione della transizione digitale dovuta ai lockdown pandemici che ha portato il mercato ad alzare le stime di crescita a medio termine per i titoli tecnologici. Da inizio 2022 lo scenario si è invertito, con un riposizionamento dei portafogli verso aziende del-

le utility e del settore finanziario, solitamente più capaci di resistere in un contesto di rallentamento della crescita economica e di politiche monetarie restrittive (per la minore esposizione al debito rispetto alle società tecnologiche e l'adattabilità a un contesto inflattivo e di tassi in rialzo).

«Nella seconda metà del 2020 lo scenario appariva definito, con le aziende della old economy che sembravano in declino strutturale e quelle legate all'innovazione tecnologica destinate a una crescita sostenuta. Tuttavia questo ha portato i titoli growth a incorporare previsioni di crescita insostenibili», sottolinea Laurence Bensafi, deputy head di Rbc Global Asset Management.

Cosa attendersi da qui in avanti? Secondo Robert Armstrong, che sul Financial Times cura la nota newsletter "Unhedged", se si guarda al rapporto tra prezzi di borsa e utili attesi quest'anno, la distanza tra growth e value è ai massimi da 20 anni.

Il rallentamento della crescita economica dall'inizio del 2022, lo scoppio della guerra in Ucraina e il persistere di un'inflazione elevata hanno portato a una rapida rotazione di portafoglio. «A nostro avviso, la rotazione non è finita e continuerà sulla base di valutazioni ancora eccessive, di dati deludenti sugli utili provenienti dal settore tecnologico e di una rivalutazione dei titoli finanziari e ciclici. All'opposto vediamo potenziale per i settori ciclici dell'industria, dell'energia e dei materiali», aggiunge Bensafi.

Mentre Dev Chakrabarti, gestore di AllianceBernstein, vede nel calo degli ultimi mesi l'opportuni-

tà di tornare sui titoli di aziende ad alto potenziale di crescita, ma con un approccio molto selettivo, nel quale si intrecciano analisi sul potenziale del settore merceologico e approfondimenti sulle prospettive societarie. «Nel processo di selezione guardiamo ai fondamentali e dalla capacità di difendere i margini anche in un contesto inflattivo», racconta. Per poi indicare tra i settori più interessanti il technology stack, vale a dire l'insieme di tecnologie di cui una società ha bisogno per creare e mantenere un'applicazione o un progetto. Tra i titoli in portafoglio, Chakrabarti cita Capgemini, «che sta beneficiando del passaggio secolare al digitale e al cloud e che quota a sconto rispetto ai concorrenti attivi nei servizi It, pur presentando margini e flussi di cassa interessanti».

Secondo Alistair Wittet, gestore azionario Europa di Comgest, più che alla classificazione fin qui adottata bisognerebbe guardare alla capacità aziendale di generare flussi di cassa in un periodo di inflazione elevata e di aumento dei tassi di interesse. Cita come esempio Asml, azienda olandese leader mondiale di apparecchiature litografiche, caratterizzata da un price/earning di 25 volte contro i 48 di sei mesi fa. Eppure, spiega l'esperto, si tratta di un'azienda con una forte posizione di mercato che le lascia ampio spazio nella determinazione dei prezzi. «Non siamo quindi d'accordo con l'idea che i titoli growth debbano essere evitati durante le fasi di aumento dei tassi d'interesse. Crediamo nelle società del settore in grado di adeguare i prezzi di vendita all'andamento dell'inflazione».

© RIPRODUZIONE RISERVATA