

L'USCITA DALLA PANDEMIA È VICINA? DALLE AZIONI AI BOND, COME RICALIBRARE I VOSTRI INVESTIMENTI

# Portafogli senza mascherina

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.



139308

PRIMO PIANO

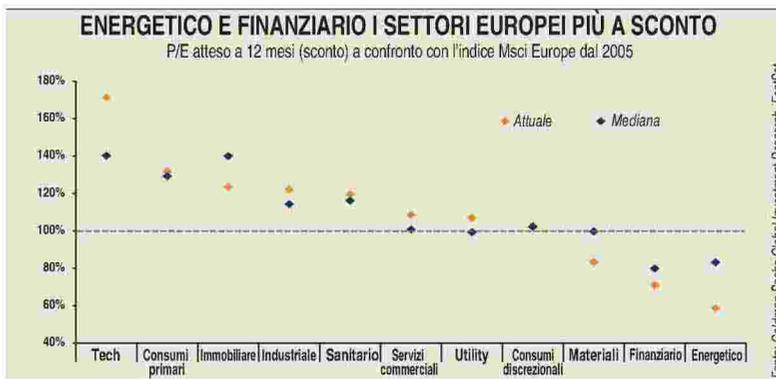
**OLTRE IL COVID/1** L'allentamento delle misure di contrasto al virus sta provocando il calo delle azioni che hanno corso di più durante la pandemia. Mentre altri settori rialzano la testa. Come ruotare il portafoglio con il ritorno alla normalità? La parola ai gestori

# Affari senza mascherina

di **Andrea Boeris**  
e **Marco Capponi**

**D**urante i mesi più duri della pandemia da Covid-19, quando anche uscire di casa era diventato un miraggio, tutti si chiedevano come sarebbe stata la nuova normalità. E quasi nessuno, all'epoca, aveva dubbi sul fatto che in futuro i contatti a distanza, le maratone di serie tv, il lavoro da remoto, il fitness in casa sarebbero diventati regola e non eccezione delle vite umane. Ma adesso, a distanza di due anni e con in mezzo tre dosi di vaccino, una variante del virus (la Omicron) che somiglia sempre più, se debitamente immunizzati, alla normale influenza, e il lungo tira e molla di lockdown e coprifuoco, quella che sta riemergendo è una normalità che ha tutto il sapore delle vecchie abitudini. A rappresentare il cambio di passo, il provvedimento del governo italiano entrato in vigore l'11 febbraio, che ha abolito l'obbligo di indossare la mascherina all'aperto. Un simbolico ritorno al mondo pre-pandemico, che sarà esteso il 31 marzo anche ai luoghi chiusi.

**Il mondo dell'economia** e della finanza non è rimasto a guardare, e anzi ha anticipato questa sorta di «ritorno al futuro». Anche perché nel frattempo si sono innescate altre dinamiche: prima tra tutte l'inflazione, che negli Stati Uniti ha vissuto a gennaio un incremento annuo del 7,5%. Le banche centrali, alle prese con l'esigenza di contenere il surriscaldamento dei prezzi, hanno iniziato ad allentare le politiche ultra-accomodanti adottate per contrastare la pandemia, con conseguente rialzo dei tassi obbligazionari (il Treasury decennale ha superato il 2%). A ciò si intrecciano ulteriori fattori: dalle tensioni geopolitiche tra Russia, Usa e Ucraina allo shock energetico, passando per l'ormai prossima scadenza delle moratorie, dopo la quale si avrà una fotografia più verosimile di quante aziende hanno effettivamente superato incolumi il Covid e di quante non ce l'hanno fatta. Un effetto domino che gioco forza si è riflesso sui listini. Del resto il mercato non mente (quasi) mai e spesso riesce a scorgere in anticipo quello che sta per succedere nel mondo e nell'economia reale. Si è pertanto verificata, in queste prime fasi dell'anno, una rotazione di portafoglio che ha avuto tra i protagonisti proprio quei titoli che la pandemia aveva consacrato come vincitori. Si tratta in particolare di alcune azioni della cosiddetta «stay-at-home economy», ovvero società che hanno tratto il maggiore vantaggio dalle limitazioni imposte nei vari paesi del mondo per contrastare la diffusione del virus. Ma anche l'altro comparto che ha dominato



**LA CADUTA IN BORSA DEI VINCITORI DELLA PANDEMIA**  
I titoli della stay-at-home economy e del vaccino ordinati per performance nel 2022

Società	Massimo dal 01/01/2020 in \$ (data)	Perf. % da 01/01/2020 al massimo	Perf. % dal massimo a oggi	Perf. % 2022
<b>STAY-AT-HOME ECONOMY</b>				
* PAYPAL	308 (23/07/2021)	185,2	-59,3	-37,2
* SHOPIFY	1.690 (19/11/2021)	325,2	-45,3	-33,2
* NETFLIX	691 (17/11/2021)	113,7	-41,2	-32,6
* ETSY	296 (24/11/2021)	570,2	-48,0	-31,3
* ZOOM	568 (19/10/2020)	735,3	-73,4	-19,6
* PELOTON	167 (13/01/2021)	489,5	-76,5	2,7*
<b>PHARMA</b>				
* NOVAVAX	319 (08/02/2021)	7.938,4	-69,0	-37,5
* MODERNA	484 (09/08/2021)	2.376,8	-60,9	-31,4
* BIONTECH	447 (09/08/2021)	1.220,0	-56,0	-27,0
* PFIZER	66 (16/12/2021)	64,9	-12,6	-9,4

\* Il titolo Peloton è cresciuto di oltre il 45% nelle sedute comprese tra 7 e 8 febbraio in scia alla possibile acquisizione di Amazon e Nike. Escludendo questi giorni il calo è stato del 30,9%.  
Dati aggiornati al 09/02/2022

quest'ultima fase, il pharma e in particolare quello dei vaccini anti-Covid, mostra i primi segnali di cedimento.

**La tabella in pagina** ordina questi titoli in base alla distanza attuale rispetto ai picchi borsistici toccati durante la pandemia. L'esempio forse più eclatante è quello di PayPal, salita alle stelle oltre i 300 dollari ad azione, ma che dallo scorso luglio ha lasciato sul terreno quasi il 60% del valore: la società ha beneficiato per mesi della grande crescita dei pagamenti online dovuta al boom di cui gli e-commerce si sono resi protagonisti quando il virus ha iniziato a mordere costringendo milioni di persone tra le mura domestiche, ma ora il ritorno alla normalità sta sgonfiando il titolo. A proposito di e-commerce, Shopify (piattaforma canadese di vendite online) dista il 45% dai massimi dello scorso novembre e soffre anche in questo inizio di 2022 (-33%). L'ubriacatura sembra finita per molti titoli e un altro al quale l'effetto lockdown ha dato una spinta decisiva, ora venuta a mancare, è quello del colosso mondiale dello streaming online Netflix. Con l'arrivo della pandemia aveva più che raddoppiato (+113%) il valore al Na-

daq, fino ad arrivare a sfiorare una valutazione di 700 dollari. Oggi vale il 40% in meno rispetto ai massimi e dopo gli ultimi conti e la nuova guidance, che per il trimestre in corso prevede un aumento di «solo» 2,5 milioni di abbonati contro i 4 milioni dello scorso anno, ha fatto registrare un -32% da inizio gennaio. La gente torna di nuovo a riempire i cinema e passa meno tempo di fronte a pc e smart Tv e la flessione di Netflix è probabilmente la rappresentazione più evidente del ritorno verso una normalità che ha un volto molto più simile a quello della vita a cui il mondo era abituato prima del Covid piuttosto che a quello dei lunghi mesi di chiusure e lockdown. Il virus aveva cambiato anche il modo di lavorare, non più in presenza in ufficio ma collegati in video attraverso Zoom. L'applicazione che ha permesso a centinaia di milioni di lavoratori in tutto il mondo di continuare a riunirsi in remoto ha toccato il suo massimo in borsa già durante la seconda ondata, quella dell'autunno del 2020, e da allora il titolo ha ceduto oltre il 70%. Ennesimo segnale che la fine della pandemia sembra quanto mai vicina è il caso di Peloton, società americana di attrezzature per esercizi fisici

collegati a Internet che permette agli abbonati mensili di partecipare in remoto alle lezioni tramite streaming multimediale. Quasi un social network del fitness. Con le palestre chiuse il boom è stato immediato, con le riaperture la mazzata in borsa altrettanto forte: -76% rispetto ai massimi. Da inizio 2020 la performance è positiva, perché il titolo è ora talmente a sconto da attirare l'attenzione di predatori come Amazon e Nike che potrebbero essere interessati ad acquisire la società.

**La sofferenza** dei titoli pharma legati al vaccino è un altro segnale inequivocabile. Novavax è balzata di quasi l'8.000% durante la pandemia, da inizio anno però ha perso il 37% del suo valore, complici anche alcuni problemi nella produzione che hanno rallentato le consegne. Ma anche due fenomeni straordinari come le biotech Moderna e Biontech, che prima del Covid non producevano e vendevano nessun farmaco e scoprendo un vaccino efficace contro il virus hanno trovato una miniera colma d'oro, stanno soffrendo in borsa. Perché ora che la pandemia sembra giunta al suo ultimo atto, almeno nei Paesi più ricchi (dove le due società vendono il

grosso dei loro vaccini), potrebbe esserci una minore domanda. L'unica che prova a reggere è Pfizer (-12% dai massimi e -9% da inizio anno): dalla sua il colosso farmaceutico, oltre al vaccino, ha la pillola antivirale che rappresenta la prima vera, e forse la definitiva, cura contro il Covid. La rotazione in atto, fin qui descritta prendendo ad esempio i suoi casi più eclatanti, può essere riassunta come un ritorno massiccio degli investitori verso il mondo dei titoli value, società che operano in settori con tassi di crescita stabili ma al tempo stesso piuttosto contenuti, contro il growth, realtà a rapidissima crescita che operano in settori innovativi, come quello tecnologico, e dunque più rischiosi. Uno scontro di vecchissima data con due testimonial d'eccellenza: da una parte Warren Buffett, unico paperone in top 10 del *Bloomberg Billionaire Index* ad aver visto la sua ricchezza crescere da inizio anno (+7 miliardi) grazie a una strategia value. Dall'altra Cathie Wood, il cui etf Ark Innovation, un replicante tutto incentrato sul growth, ha perso da gennaio il 21%, ma da inizio pandemia ha reso oltre il 50%.

**Più in generale**, pur con le loro peculiarità i gestori concordano su un punto: se nel 2021 lo sprint dei mercati rendeva la replica degli indici una soluzione vincente (ed economica, vista le commissioni più basse), quello da poco iniziato sarà un anno preminente per la gestione attiva e la selezione fondamentale dei titoli. Un settore che fa gola a molti money manager è quello finanziario: il grafico in pagina, elaborato dagli analisti di Goldman Sachs, mostra che in Europa sono proprio i titoli bancari, insieme agli energetici, quelli che trattano più a sconto. «Le banche», spiega Marco Pironcini, a capo del team azionario di Amundi negli Usa con una strategia di investimento value, «hanno proceduto a grandi piani di ristrutturazione dopo la crisi del 2008-09; sono ricapitalizzate e distribuiscono dividendi elevati. Questo vale negli Stati Uniti, in Europa e in Asia, tanto più che le valutazioni sono ancora piuttosto basse». Rispetto al mercato americano, evidenzia il gestore, il vecchio continente offre opportunità interessanti, «perché ci sono molte società di tipo value». La situazione attuale, prosegue, «assomiglia a quella vissuta nel 2000: la differenza principale è che le parti speculative allora erano quelle predominanti, mentre oggi non lo sono». Sul destino della stay-at-home-economy Pironcini suggerisce di usare cautela: «si tornerà a modelli di lavoro ibridi, ma ancor più interessante è il tema delle riaperture: consumi, viaggi, ristorazione. Per le aziende leader di questi settori c'è la possibilità di guadagnare ampie quote di mer-

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

cato». L'indicazione è di fuggire dalla tecnologia a tutti i costi? Non necessariamente. «Già lo scorso anno», ricorda Carlo De Luca, responsabile dell'asset management di Gamma Capital Markets, «abbiamo eliminato i titoli growth a bassa capitalizzazione e quelli con un rapporto prezzo-utili atteso troppo elevato». Chi vuole investire nel tech ora «dovrebbe evitare questi titoli e andare sul tech ad altissima capitalizzazione tradizionale»: ad esempio Amazon, Alphabet (Google), ma anche Meta ora che è sceso sotto i 600 miliardi. Senza dimenticare le altre frontiere della tecnologia: «è il momento ideale per i microchip, che sono un po' scesi in correzione, hanno un p/e atteso tra 10 e 20 e sono fondamentali per tutto il comparto auto e per l'IoT», aggiunge il gestore. In generale, De Luca ritiene che «il rendimento si continui a trovare nel large cap growth, non necessariamente tecnologico». Ci sono infatti «titoli che sono value nei paesi occidentali, come ad esempio Coca-Cola, ma growth negli emergenti, dato che beneficino di milioni di consumatori in più». Si tratta di aziende «che riflettono l'inflazione sui consumatori finali, staccano dividendo, hanno brand riconosciuti e opportunità nei megatrend».

Tra chi opta per una rotazione di portafoglio c'è anche Alessandro Allegri, amministratore delegato di Ambrosetti Am: «Ci sono settori sottovalutati che hanno sofferto di più durante la pandemia: ad esempio il turismo, oppure la società finanziarie che meglio si adattano al ritmo di crescita dell'inflazione». O ancora, «le aziende legate al ciclo economico, come i titoli petroliferi». Tra i campioni del periodo Covid il manager diffida delle generalizzazioni: «le aziende che avevano modelli di crescita e sviluppo a prescindere dalla pandemia sono ancora interessanti. Altre realtà hanno sì modelli di business buoni, ma non così tanto da giustificare il boom di numeri registrato nel corso dell'emergenza». Nel primo caso rientra ad esempio una società come Apple, nel secondo potrebbero confluire realtà come Netflix o la tedesca Delivery Hero, che lo scorso 10 febbraio ha perso oltre il 30% a Francoforte in seguito a conti peggiori delle attese.

Dati alla mano, il 2022 dovrebbe essere pertanto ancora favorevole all'asset class azionaria, ma con alcune accortezze, come quella di «privilegiare settori e aree geografiche più difensive, caratterizzate da una qualità più elevata dei modelli di business e della profittabilità e da una crescita più visibile, rispetto alla fase precedente di crescita in accelerazione, favorevole ad attività più cicliche», argomenta Luca Tobagi, chief financial analyst e investment strategist di Invesco, che riflette anche sul reddito fisso: «per gestire l'incertezza senza rinunciare alle opportunità di rendimento», conclude, «crediamo ragionevole assumere un'esposizione al credito con duration breve, in modo da cogliere la componente income, e posizionarsi sui governativi con scadenze tendenzialmente più lunghe, che hanno dimostrato finora di risentire meno dell'inflazione e del cambio di atteggiamento delle banche centrali». (riproduzione riservata)