

# UBER YOURSELF

Il rialzo dei tassi mette pressione alle valutazioni dei titoli della tecnologia: qui “si parrà la nobilitate” della gestione attiva, la capacità del gestore specialista di individuare le dinamiche premianti dell’evoluzione digitale, le società che sapranno innovare e innovarsi prima che sia troppo tardi. “Uber Yourself Before You Get Kodaked” abbiamo ricordato al Salone del Risparmio

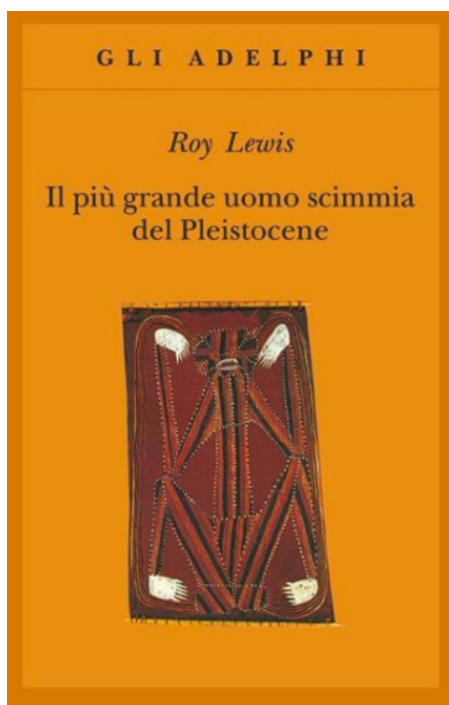
Le innovazioni sono sempre “disruptive”.

Sin dall’inizio della storia dell’uomo le innovazioni hanno sempre costituito una breccia nell’ordine delle cose, lacerazioni con il passato trasformativo e generative.

La prima grande disruption fu la scoperta del fuoco o, meglio, il suo addomesticamento. Il fuoco era ben noto agli animali e agli ominidi che popolavano la terra nel Pleistocene, avevano imparato a temerlo e fuggirlo quando eruttava minaccioso dai numerosi vulcani.

Fino a quando qualche esemplare di homo habilis ebbe l’idea di tentare di separarlo e di “addomesticarlo”. Il fuoco scaldava, induriva le punte acuminata dei bastoni usati nella caccia, cuoceva le carni. Un divertente libro degli anni Sessanta racconta come il fuoco trasformò la vita dell’orda protagonista del racconto: con il fuoco tenevano a bada i predatori, occupavano le caverne migliori dopo averne scacciato con facilità orsi e leoni, la cottura del cibo rendeva più veloce la masticazione. Fu una scoperta fondamentale, “un passo avanti nell’evoluzione” dice Edward, il capo dell’orda.

Eppure, nonostante gli evidenti vantaggi, anche l’addomesticamento del fuoco non fu privo di polemiche. Lo zio Vania, un membro del gruppo conservatore e all’antica, contesta con forza la novità, “mai nessun animale è stato concepito per rubare il fuoco” dice all’intraprendente Edward salito sul vulcano per procurarselo, un atto di colpevole superbia che “spinge fuori dalla natura” e, una volta che metti mano all’ordine della natura, alterandolo, chissà dove si va a finire.



Roy Lewis “Il più grande uomo scimmia del Pleistocene”, Adelphi 1992

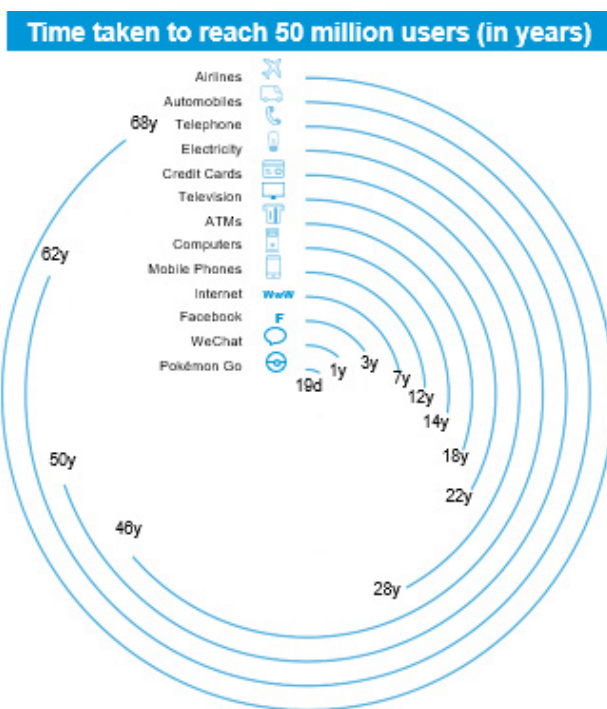
Sono passati oltre due milioni di anni dal Pleistocene, habitat dei protagonisti del best seller di Roy Lewis, da circa undicimila anni siamo entrati nell’Olocene (per i danni che la specie umana sta infliggendo al clima del pianeta si parla di Antropocene) e le innovazioni hanno sempre accompagnato gli avanzamenti e lo sviluppo della società.



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

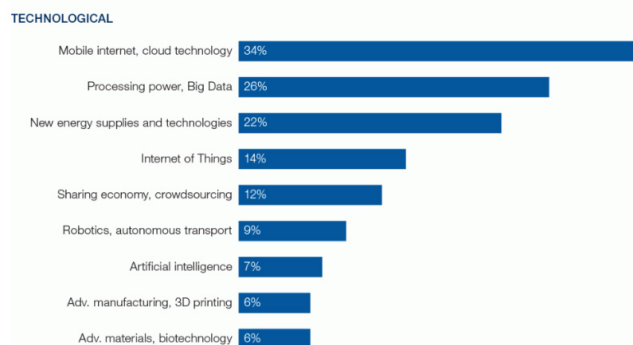
Per migliaia di anni, la curva che rappresenta l'avanzamento tecnologico e scientifico si è mossa lentamente, furono necessari decenni per diffondere in Europa l'uso dell'aratro pesante, l'innovazione tecnologica che sostituiva il vomere di legno con quello in ferro, e secoli per la diffusione dell'arco lungo e il suo impiego nelle battaglie. La curva comincia a inclinarsi nel corso del Novecento, "la tecnologia alimenta sé stessa" spiega il fisico Eric Teller, ci sono voluti oltre sessant'anni prima che le automobili e i voli commerciali raggiungessero i cinquanta milioni di utenti, dodici anni per i telefoni cellulari, tre anni per Facebook e solo una manciata di giorni per il gioco Pokémon Go. Con i cambiamenti accelera anche la capacità di adattamento, ci sono volute generazioni per accettare le uguaglianze razziali o di genere mentre "oggi siamo così adattabili che ci vogliono solo dieci o quindici anni per abituarsi a una novità".

L'adattamento alle "disruption" tecnologiche è stato l'argomento della nostra Conferenza al Salone del Risparmio. Con Luca Altieri di IBM abbiamo parlato soprattutto di quanto sia importante, per aziende e singoli individui, la capacità di interpretare il presente per rimanere competitivi nel futuro. IBM ha dimostrato una superba capacità di adattamento: quando nacque nel 1888 faceva affettatrici e bilance, seguirono i registratori di cassa, poi i mainframe, i lettori ottici delle casse nei supermercati (i "bip" che sentiamo quando il prodotto viene avvicinato al lettore), ora IBM è leader nell'intelligenza artificiale, nello sfruttamento dei dati, nelle soluzioni digitali per le aziende.



Gli anni necessari per il traguardo dei 50 milioni di utenti. Fonte: GAM Investments, CISCO Systems

Dieci anni sono però ancora troppi, la curva dell'innovazione digitale si è impennata, la sua accelerazione supera la capacità di adattamento degli individui, delle strutture sociali, delle imprese, "è come se uno di quei tapis roulant degli aeroporti che procedono a circa 8 chilometri all'ora all'improvviso accelerasse fino a 40 chilometri orari, mentre tutto quello che c'è intorno rimanesse più o meno stabile, molte persone ne uscirebbero completamente disorientate" scrive Thomas Friedman nella sua conversazione con Teller<sup>1</sup>.



Fonte: Future of Jobs Survey, World Economic Forum

Un rapporto del World Economic Forum mette in evidenza come nel 2010 i dieci lavori più richiesti non esistevano appena pochi anni prima, nel 2004; i due terzi dei ragazzi che frequentano oggi le scuole elementari faranno lavori che non esistono ancora e che neppure immaginiamo. Non sappiamo quali saranno quei lavori ma è molto probabile che gli ambiti in cui verranno generati siano l'intelligenza artificiale, l'utilizzo dei dati, la genetica, la fisica, in una parola, i motori della Rivoluzione 4.0.

Ma mentre in una comoda sala conferenze discutevamo delle potenzialità della tecnologia, sui mercati era in corso una vera e propria ordalia del settore che pure è stato indiscusso leader negli ultimi anni. Hanno accusato un duro colpo i titoli delle società attive nel "food delivery", nel nuovo "buy now pay later", le piattaforme per connessioni a distanza che abbiamo conosciuto durante i lockdown. Neppure i Big Five della Silicon Valley sono riusciti a scansare il sell-off, da inizio anno la loro capitalizzazione è più snella di 2,6 trilioni di dollari, Saudi Aramco ha tolto ad Apple il primato della società a maggiore capitalizzazione del mondo.

Lo zio Vania non perderebbe l'occasione per mettere in evidenza la forza simbolica del passaggio, quasi una plastica rappresentazione della fine dei fasti della tecnologia e il ritorno ai bei vecchi tempi dei titoli difensivi.

<sup>1</sup> T. L. Friedman "Grazie per essere arrivato tardi" Mondadori 2017



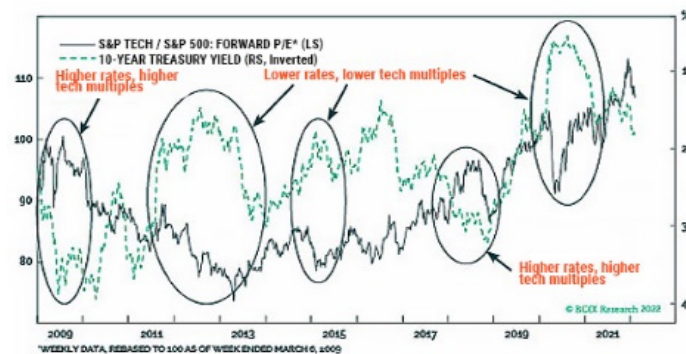
Salone del Risparmio 2022, Conferenza GAM Italia. Sul palco Luca Altieri, VP Marketing IBM Technology Europe and Middle East Africa e Riccardo Cervellin, CEO GAM (Italia) SGR. Photocredit: gentile concessione Marco Perruccio.

Il settore paga la vulnerabilità all'aumento dei tassi. Il mercato finanziario è un enorme meccanismo di sconto: i prezzi di oggi incorporano i flussi di cassa, gli utili, che verranno realizzati nel futuro e la cinghia di trasmissione tra il presente e il futuro sono i tassi di interesse.

I tassi, per anni schiacciati al pavimento, hanno fatto crescere il valore attuale degli utili futuri, ora che i tassi salgono gli utili futuri valgono un po' meno e le valutazioni si aggiornano. Ciò significa una diminuzione del prezzo che, ricordiamo, incorpora sempre le informazioni disponibili e il valore ad oggi degli utili futuri: più i tassi salgono, più basso è il valore attuale dei flussi di cassa del futuro.

Ma non tutti sono d'accordo sulla robustezza della relazione tra tassi e valutazioni del settore tecnologico. La duration è uno strumento indispensabile per misurare la sensibilità ai tassi d'interesse dei titoli obbligazionari distribuiti nelle varie scadenze, il tentativo di adattarla alle azioni si scontra con l'assenza di una scadenza (ovviamente!) e con il fatto che il flusso degli utili attesi nel futuro non ha legami forti con il movimento dei tassi. Doug Peta di BCA Research si è preso la briga di analizzare gli ultimi settant'anni di rendimenti del Treasury decennale e fa notare come i rendimenti mensili dello S&P 500 presentino una correlazione con le variazioni mensili dei tassi d'interesse molto modesta, variazioni che spiegano appena l'1% della variabilità dei rendimenti azionari.

L'analisi condotta sui titoli del settore tecnologico, nelle serie storiche di trentadue anni, riscontra una analoga, debole correlazione con i tassi d'interesse, le variazioni dei tassi di interesse spiegano solo il 2% della variabilità dei rendimenti del settore tecnologico. Dalla Grande Crisi Finanziaria la relazione tra gli utili del settore tecnologico e il rendimento a 10 anni è stata debole, "tranne che nel 2020, quando gli utili sono aumentati con il calo dei tassi e sono diminuiti con l'aumento dei tassi" scrive Peta. Nei dieci anni successivi alla crisi del 2008 "i multipli relativi dei titoli tecnologici sono aumentati e diminuiti di pari passo con i tassi d'interesse".



BC& Research

Fonte: Institutional Investors, BCA Research, Feb 2022

Al netto delle considerazioni sulla robustezza della relazione tra tassi e valutazioni dei titoli della tecnologia, ciò che conta è il percepito, è la logica del concorso di bellezza di Keynes e dunque è possibile che il re-pricing del settore prosegua.

Ma le potenzialità del settore o, meglio, dei sottosettori, sono lì davanti ai nostri occhi: le migrazioni verso il cloud computing, l'adozione dei modelli di business "saas" (software as a service), la cybersecurity. Se oltre la metà dei bambini che frequentano le scuole elementari faranno lavori che ancora non esistono, è ragionevole pensare che l'intelligenza artificiale, lo sfruttamento dei dati, l'internet delle cose, la genetica continueranno a essere il motore della crescita. Altrettanto ragionevole è ritenere che le società attive sulle frontiere avanzate della ricerca genereranno maggiori utili rispetto a tante aziende attive in settori maturi in via di indebolimento. Qui "si parrà la nobilitate" della gestione attiva, la capacità del gestore specialista a individuare le dinamiche premianti dell'evoluzione digitale, le società che sapranno innovare e innovarsi prima che sia troppo tardi: "Uber Yourself Before You Get Kodaked" abbiamo ricordato al Salone.



Salone del Risparmio 2022, Conferenza GAM Italia. Photocredit: GAM Italia.

Un leggendario gestore, Peter Lynch, ricorda un episodio degli anni Settanta, che resta ancora oggi un utile ammonimento: come analista, Lynch sapeva tutto del settore del tessile e dei beni di consumo ma fu sua moglie Carolyn a fargli conoscere la Hanes e il suo nuovo prodotto. Era un collant di buona qualità, confezionato in un contenitore di plastica colorata a forma di uovo, commercializzato in cestoni vicino alle casse dei supermercati. Sarebbe diventato “uno dei due prodotti di consumo di maggior successo degli anni Settanta” scrive Lynch. Il successo commerciale del prodotto si riverberò nel successo del portafoglio, Lynch aveva riconosciuto una opportunità prima di molti altri.

C'è un'altra lezione di Lynch che un amico consulente ha ricordato proprio in questi giorni. In una intervista di qualche mese fa Lynch ha ricordato che quando si tratta di investimenti l'organo più importante sia lo stomaco, non il cervello. “Ci saranno ancora dei ribassi. Potrebbe essere domani. Potrebbe essere tra un anno. Chi può sapere quando accadrà? La domanda è: siete pronti, avete lo stomaco per farlo? La maggior parte delle persone se la cava bene perché tiene duro”.

In GAM siamo convinti che le potenzialità del settore tecnologico o, meglio, dei suoi sottosettori “disruptive”, siano enormi e ancora inesplorate, tali da superare la diade “value” e “growth”: la tecnologia si tiene in portafoglio e si lascia fare al tempo, gli zii Vania di tutte le epoche hanno sempre avuto torto.



Salone del Risparmio 2022, lo stand di GAM Italia con, da sinistra, Carlo Benetti, Riccardo Cervellin, Alessandro Arrighi e Giulia De Caneva. Photocredit: GAM Italia.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



#### Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.