

# GOODBYE TINA?

E' in corso un assestamento dell'intero scenario, la paura dell'inflazione e l'aumento dei rendimenti fanno intravedere il ritorno di un'alternativa alle azioni; ma forse è presto per darle per finite, così come sarebbe incauto decretare la fine del "growth"

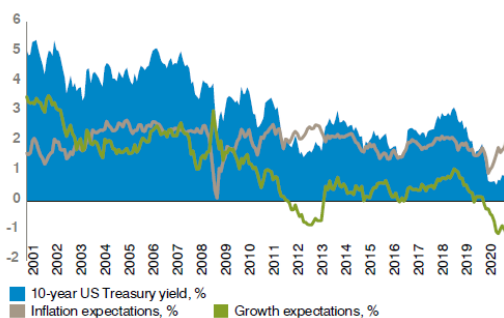
E' stata una settimana movimentata. Mentre stampa e televisione ricordavano la ricorrenza di un anno di Covid-19 (ha compiuto un anno anche il motto "andrà tutto bene"), sui mercati andava in onda la tempesta perfetta.

Le obbligazioni e il settore tecnologico hanno registrato perdite pesanti, giovedì 25 febbraio il rendimento del Treasury a dieci anni superava, sia pure per poco, il livello di 1,6% (per ripiegare attorno a 1,4% il giorno successivo), l'indice Nasdaq scendeva del 3,5%.

A scatenare la tempesta perfetta è stato l'aumento dei rendimenti: la miscela di ripresa economica ed eccesso di sostegni fiscali hanno esacerbato le paure sull'inflazione e, quindi, la paura che le banche centrali siano costrette a modificare le politiche ultra-accomodanti, a "spingere sul freno", scrive il Wall Street Journal.

L'allarme è stato procurato dal movimento del tasso reale, grandezza finanziaria osservata dalle autorità monetarie e determinante nell'orientare la preferenza per le azioni.

I mercati sono un enorme Jenga, sposta un solo mattoncino e metti a repentaglio la stabilità dell'intera struttura: l'aumento dei tassi di interesse è il mattoncino che fa diminuire il valore attuale dei futuri cash flow delle società, si riduce il premio al rischio e diventa relativamente meno conveniente cercare rendimento nelle azioni, in modo particolare in quei titoli le cui valutazioni sono state spinte a livelli insostenibili proprio dai tassi al pavimento.



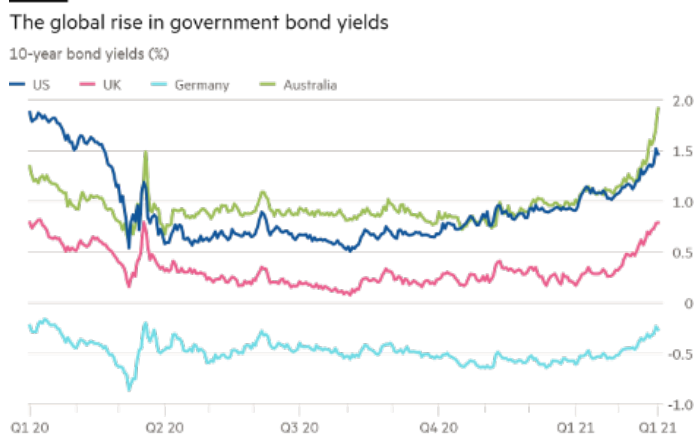
Cresciute le aspettative dell'inflazione. Fonte: GAM, Bloomberg.

I vaccini, le aspettative di ritorno alla normalità, gli stimoli fiscali e la paura dell'inflazione hanno dapprima favorito la rotazione settoriale, ora l'aumento dei rendimenti sembra far intravedere il ritorno di un'alternativa alle azioni, rendendole meno interessanti.

Ma se l'inflazione è nemica di tutti, è particolarmente nociva per le obbligazioni, acido che corrode il valore delle cedole e del capitale a scadenza. I detentori di obbligazioni, "che siano fondi pensione, società di assicurazione o singoli individui" scrive Warren Buffett nella lettera annuale agli azionisti della Berkshire Hathaway "hanno davanti a sé un gramo futuro ... le obbligazioni non sono il posto dove stare in questo periodo".



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



Aumentati i rendimenti globali. Fonte: FT, Bloomberg.

Corrosiva per i titoli obbligazionari, l'inflazione è pur sempre il "prodotto di scarto" della crescita economica che sta consolidandosi in Cina, negli Stati Uniti e, con ritardo, in Europa. Forse è presto per salutare l'avvento di un'alternativa, forse è meglio essere cauti prima di dire "goodbye TINA" e "welcome back Mr. Bond".

Un vecchio motto dei mercati, familiare a chiunque vi abbia maturato un po' di esperienza, suggerisce di "buy the rumors, sell the facts", il rally del "value" potrebbe finire prima del previsto e, in ogni caso, merita finalmente un chiarimento la contrapposizione degli stili Value e Growth, probabilmente anacronistica.

Ai tempi di Benjamin Graham, padre del "value investing", la distinzione tra materiale e immateriale era intuitiva, non era difficile riconoscere il valore nelle fabbriche e nelle società di servizi, studiare i loro bilanci e derivarne i ratio finanziari e patrimoniali. "L'investitore intelligente" di Graham studia le società, acquista quelle il cui prezzo di borsa è inferiore al loro valore di bilancio e meglio ancora se la differenza è sufficientemente ampia da assicurare quello che Graham, e Buffett dopo di lui, chiamano "margine di sicurezza".

Soprattutto, "l'investitore intelligente" sta alla larga dalle società di cui non capisce il business.

Ma dagli anni in cui operava Graham, maestro del "value investing" e abile investitore, il valore si è gradualmente e costantemente trasferito dal materiale all'immateriale, dalle fabbriche alla conoscenza. Nel tempo è andata sbiadendo la rappresentatività del valore dell'azienda fornita dalle metriche tradizionali. "Gli utili e il book value non sono più significativi come una volta" scriveva Michael Mauboussin sul Financial Times pochi mesi fa "gli asset tangibili, ad esempio le fabbriche, erano alla base dell'investimento value ai tempi di Graham, ma gli investimenti nell'intangibile, ad esempio in 'ricerca e sviluppo', sono in costante aumento da decenni".

Il valore attuale dei cash flow futuri è la sola fonte del valore, conclude Mauboussin, parole che sembrano fare eco a quelle di Charlie Munger, socio storico di Buffett "ogni buon investimento è un investimento 'value'".

E Warren Buffett, per anni diffidente verso le società tecnologiche perché affermava di non capirle, nella lettera annuale agli azionisti pubblicata sabato scorso riconosce il contributo ai risultati portato dagli investimenti nel settore tecnologico.

Il valore si è spostato sull'immateriale, è indispensabile comprenderne i profili considerando l'importanza e il peso che ha acquisito nell'economia reale e negli indici azionari.



L'introduzione del Modello T della Ford, nel 1908, fu una vera "disruption" nei trasporti. Fonte: corporate.ford.com.

Bill Gates e Paul Allen fondarono Microsoft nel 1972, Steve Jobs e Steve Wozniak registrarono la loro partnership il 1 aprile 1976, la nuova libreria online Amazon venne registrata nello stato di Washington nel 1994, Larry Page e Sergey Brin avviarono il progetto "BackRub", poi evoluto in Google, nel 1996, Netflix è del 1997. Facemash, la prima versione di Facebook, venne lanciato nel 2003, quella di Zuckerberg è la società più giovane, in ogni caso operativa da tempo sufficiente per aver consolidato come le altre una solida posizione di mercato.

La capitalizzazione delle Big Five ha raggiunto i 7.600 miliardi di dollari eppure, subito dietro, cresce il peso delle società "Tier 2".

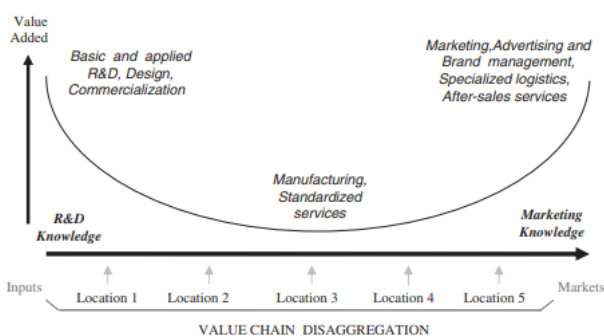
Su queste colonne lo abbiamo ricordato più volte, il potenziale della tecnologia è ancora enorme, con prospettive del tutto indifferenti alle preferenze tra gli stili. Sarebbe un costoso errore di prospettiva assimilare le potenzialità dello sviluppo digitale alle sole Big Five. Siamo molto lontani dalla fine della storia, il futuro è nelle innovazioni rivoluzionarie.

Poche settimane fa, il 23 gennaio, ricorreva un anno dalla scomparsa del professor Clayton Christensen dell'Università Harvard, a lui si deve il concetto di "disruptive innovation", che potremmo liberamente tradurre con "cambiamento rivoluzionario".

Il suo articolo del 1995 si rivelò esso stesso "disruptive" perché forniva una strumentazione concettuale per interpretare le innovazioni e la crescita da esse guidata. Un articolo fortunato che però rischiava di "diventare vittima del suo stesso successo" scriveva lo stesso Christensen vent'anni dopo, perché "i concetti al cuore della nostra teoria sono stati largamente equivocati, i suoi principi applicati in modo scorretto". Il termine "disruption" è spesso usato a sproposito, riferito genericamente a qualsiasi innovazione quando invece non tutte le innovazioni sono davvero "disruptive".

Prendiamo Uber ad esempio: per Christensen la società di San Francisco ha cambiato, ma non rivoluzionato, la mobilità urbana, non ha individuato una nuova nicchia di mercato né tantomeno ha conquistato un nuovo segmento di clientela, gli utilizzatori dei mezzi pubblici non hanno modificato le loro abitudini, non preferiscono Uber alla metropolitana.

Fu invece un'autentica disruption il Modello T di Henry Ford nel 1908. Le automobili esistevano da circa trent'anni, un oggetto di lusso, costosissimo, riservato a pochi. Il Modello T, prodotto in serie con la tecnica innovativa della catena di montaggio, dal prezzo accessibile, rivoluzionò davvero la mobilità e costituì una vera e propria rivoluzione nei trasporti.



La "smiling curve" o "il sorriso della creazione del valore". Fonte: R. Mudambi, Location, Control and Innovation in Knowledge-intensive Industries, Journal of Economic Geography, 2008.

Le potenzialità della tecnologia sono disvelate dalle tante società attive nella frontiera della conoscenza, e del valore, spinta sempre più avanti.

La "smiling curve" è la curva del valore ideata dal tycoon taiwanese Stan Shih: c'è creazione di valore nel momento dell'idea e della definizione del prodotto, il valore decresce nella fase della manifattura (la parte centrale della curva), torna poi a crescere nelle fasi del lancio del prodotto, del marketing, del brand che "cattura" la fedeltà dei consumatori.

La creazione di maggior valore avviene nelle fasi di inizio e di fine della curva, momenti eminentemente "intangibili".

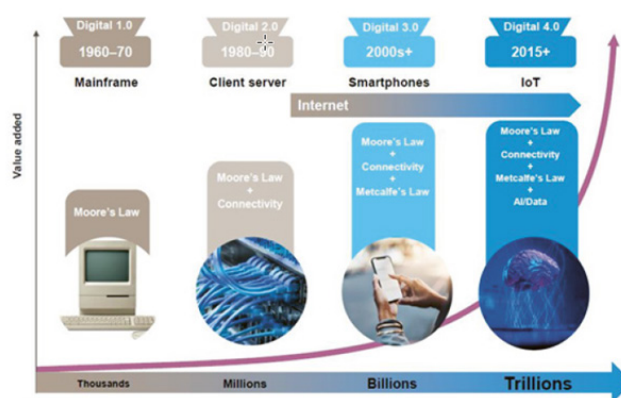
In alcune lezioni del giugno 2020 il professor Paolo Legrenzi utilizzò la "smiling curve" per spiegare le ragioni della preferenza dei risparmiatori verso la tangibilità degli immobili e della liquidità, e la diffidenza (incomprensione?) verso le azioni, soprattutto quelle dell'intangibile.

Mentre gli italiani tesaurizzano il risparmio nella sicurezza del tangibile, nel passato gli immobili oggi la liquidità, nel regno dell'intangibile si sta sviluppando una storia diversa e innovativa, una storia di crescita dalle enormi potenzialità nella quale,

scrive l'amico Legrenzi, "con il sorriso sulle labbra, anzi la risata, il mondo delle idee intangibili irride a ciò che è tangibile".

Mark Hawtin di GAM conosce bene le potenzialità dell'intangibile e, da esperto del settore tecnologico, conosce i lavori di Clayton Christensen, sa come riconoscere le "disruptive innovation". "L'adozione delle tecnologie rivoluzionarie riguarderà principalmente l'Internet delle cose (IoT), il 5G, i dati e l'intelligenza artificiale" scrive Mark "saranno questi i fattori da cui emergeranno le principali opportunità nei prossimi 5/10 anni ... Digital 4.0 sarà il ciclo della creazione di dati e dello sfruttamento del vantaggio competitivo".

### Disruptive Growth is accelerating further - the biggest Driver continues to be digital...



Fonte: GAM Investments.

Dovremmo imparare a usare il criterio della disruption anche nel modo di pensare.

"Disruptive thinking" significa pensare in modo differente, guardare alla realtà con occhi nuovi, per dirla con Proust, imparare a mettere in dubbio il modo tradizionale di vedere e interpretare le cose. L'incapacità a "pensare diversamente" porta i conti correnti a tracimare di liquidità, non solo in Italia beninteso, e dall'altro canto il pensiero "disruptive" aiuta a essere controintuitivi, a diversificare anche in classi di attivo che non beneficiano del momentum, a restare fedeli al metodo e indifferenti ai movimenti di mercato di breve termine.

E' probabile che la notizia della fine del TINA e del "Growth" sia fortemente esagerata, con il sorriso sulle labbra, anzi la risata, il mondo delle idee intangibili è sempre più il regno del valore.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://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.