

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra

Finanza aziendale

Strategia di investimento nello scenario postpandemico

Gianluca Mattarocci

RELATORE

Francesco Nocerino

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Sommario

1. Introduzione.....	5
2. Impatto della pandemia nei mercati finanziari	8
2.1 Introduzione	8
2.2 Diffusione della pandemia e andamento del mercato	8
2.2.1 Nascita e propagazione del covid.....	9
2.2.2 Panico e ripresa nei mercati azionari.....	14
2.3 Effetti del Covid-19 sull'economia.....	16
2.3.1 Limitazioni per alcuni business e incentivi alla digitalizzazione	18
2.3.2 Interventi pubblici e delle banche centrali per contrastare la crisi	21
2.4 Conclusioni	22
3. Strategie di investimento e situazione pandemica.....	24
3.1 Introduzione	24
3.2 Efficienza dei mercati	24
3.3 Pandemia e sopravvalutazione dei titoli	27
3.4 Gestione della pandemia e intervento degli Stati sui mercati	32
3.4.1 Inflazione e crescita dei tassi di interesse.....	33
3.4.2 Effetti sulla valutazione aziendale.....	36
3.5 Conclusioni	38
4. Applicazione di una strategia di investimento nello scenario post-pandemico.....	40
4.1 Introduzione	40
4.2 Il campione di aziende	41
4.2.1 Titoli da vendere al ribasso	41
4.2.2 Titoli da acquistare a rialzo	43
4.3 Definizione del valore fondamentale dei titoli.....	45
4.3.1 Uber Technologies Inc	46
4.3.2 Rivian Automotive Inc	46

4.3.3 Shopify Inc	47
4.3.4 Beyond Meat Inc	47
4.3.5 Snap Inc.....	48
4.3.6 Tesla Inc	48
4.3.7 Exxon Mobil Corp.....	48
4.3.8 Iberdrola	49
4.3.9 Wells Fargo & Company.....	49
4.3.10 HSBC Holdings PLC	49
4.3.11 Rio Tinto Ltd.....	50
4.3.12 First Solar Inc	51
4.3.13 EDP Renovaveis.....	51
4.4 Valutazione del risultato dell'investimento in una situazione di tassi crescenti.....	51
4.5 Conclusioni	54
5 Conclusioni.....	55
Bibliografia.....	57

1. Introduzione

“Imagine that in some private business you own a small share which cost you \$1,000. One of your partners, named Mr. Market, is very obliging indeed. Every day he tells you what he thinks your interest is worth and furthermore offers to either buy you out or sell you an additional interest on that basis. Sometimes his idea of value appears plausible and justified by business developments and prospects as you know them. Often, on the other hand, Mr. Market lets his enthusiasm or fears run away with him, and the value he proposes seems to you a little short of silly.

If you are a prudent investor or a sensible businessman will you let Mr. Market’s daily communication determine your view as the value of your \$1,000 interest in the enterprise? Only in case you agree with him, or in case you want to trade with him. You may be happy to sell out to him when he quotes you a ridiculously high price, and equally happy to buy from him when his price is low. But the rest of the time you will be wiser to form your own ideas of the value of your holdings, based on full reports from the company about its operations and financial position” (Graham, 2003)

L’autore de “The intelligent investor”, con la metafora di Mr. Market, mette in guardia i lettori dalle fluttuazioni delle valutazioni del mercato azionario, ribadendo la propria idea secondo la quale un investitore dovrebbe attribuire un valore ad un’azienda guardando esclusivamente i report da essa rilasciati, comprendendoli a pieno e formulando le proprie previsioni. Il mercato è paragonato a un soggetto le cui stime sono influenzate da pessimismo ingiustificato o da un ottimismo non sostenibile. Secondo Graham, dunque, un bravo investitore non deve lasciarsi influenzare dalle opinioni di Mr. Market, ma deve, invece, sfruttare la sua psicosi maniaco-depressiva, acquistando quando le sue valutazioni sono ridicolmente basse e vendere quando sono eccessivamente elevate, in modo da ottenere un profitto.

Sebbene la parabola di Mr. Market sia stata introdotta nel 1949, nella versione originale del libro, è ancora particolarmente esaustiva nel descrivere il funzionamento del mercato azionario. In particolare, negli ultimi anni durante i quali la pandemia da Covid-19 ha fortemente movimentato le valutazioni delle imprese, si è assistito sia a un grande ribasso dovuto al diffondersi della malattia e delle restrizioni, che a una grande crescita spinta dal superamento della crisi sanitaria e dalle prospettive di ripresa.

L'obiettivo di tale elaborato è presentare un'applicazione empirica che permetta di interpretare il mercato e verificare l'esistenza di opportunità di guadagno. Affinché possano essere interpretati gli umori degli investitori, tuttavia, è necessario compiere un'analisi approfondita di tutti gli avvenimenti che hanno influenzato l'andamento del mercato finanziario negli ultimi anni e comprendere il loro impatto sull'economia reale e quindi sulla capacità delle imprese di generare ricavi, driver principale del valore delle loro azioni.

Il capitolo 2 presenta dunque una panoramica sulla pandemia e sugli effetti che questa ha avuto sulla società. Vengono discussi non solo la diffusione della malattia e le restrizioni imposte dai governi per limitare il contagio, ma anche i cambiamenti nelle abitudini dei cittadini che per due anni hanno visto le proprie vite completamente stravolte. Il divieto improvviso di lasciare la propria abitazione e il distanziamento sociale hanno creato molti disagi alla popolazione quanto alle imprese, tutto ciò ha costretto i governi a correre in soccorso della popolazione elargendo ristori e sussidi; anche questi vengono compresi nella trattazione, andando a studiare come sono stati strutturati e quali settori sono stati beneficiati maggiormente dagli investimenti pubblici.

Il cambiamento, per quanto forzato, delle abitudini ha determinato un profondo e radicale mutamento delle abitudini di acquisto dei consumatori, andando a impattare i business di quasi tutte le imprese. Il capitolo 3, dunque, va ad analizzare nel dettaglio quali sono state le reazioni dei mercati finanziari durante le varie ondate della pandemia, andando anche ad interpretare i valori attraverso diversi indicatori che evidenziano una sopravvalutazione dei titoli quotati nell'S&P 500, indice preso come riferimento del mercato azionario generale. Tuttavia, prima di poter parlare di sopravvalutazione, è necessario fare i conti con la teoria di efficienza del mercato secondo la quale, data l'imprevedibilità degli andamenti di mercato, non è possibile ottenere un guadagno da un errata valutazione del mercato sui titoli. L'efficienza del mercato è trattata in apertura del capitolo 3, in modo da giustificare gli indicatori dalla cui interpretazione si prevede un crollo del mercato azionario. Viene anche esposta la teoria della finanza comportamentale, opposta a quella di efficienza del mercato, che ammette la possibilità di errate valutazioni del mercato su determinati titoli e che si trova alla base della strategia di investimento teorizzata da Graham¹. Anche gli interventi nello stato vengono compresi nella trattazione di questo capitolo, andando ad approfondire in

¹ Value Investing, trattato nel paragrafo 3.2

questa sede come essi abbiano avuto impatto nello scenario macroeconomico e quindi sulle quotazioni dei maggiori indici americani.

Una volta compresi a pieno i trend macroeconomici e la discrepanza tra l'economia reale e i mercati finanziari, si può definire una strategia di investimento costruendo un portafoglio composto sia da posizioni a rialzo che da posizioni a ribasso in modo da sfruttare i trend individuati precedentemente e ottenere un guadagno. Nell'ultimo capitolo, quindi, viene descritto il campione di aziende selezionate per un portafoglio aperto ai primi di gennaio del 2022, e viene presentata una breve analisi e valutazione di ciascuna azienda secondo i parametri dell'analisi fondamentale. La valutazione è stata fatta ipotizzando un holding period di dieci anni; tuttavia, il portafoglio è pensato in un'ottica di breve/medio periodo, fino a quando la loro errata valutazione da parte del mercato non verrà corretta.

La corretta riuscita di tale strategia può essere misurata dai rendimenti del portafoglio confrontati con quelli dell'S&P 500. Secondo la teoria del Value Investing, infatti, con un'adeguata analisi fondamentale è possibile riuscire ad ottenere dei rendimenti superiori alla media nel lungo periodo; tuttavia eventi di particolare rilevanza possono influire sull'umore degli investitori e determinare movimenti imprevedibili sul mercato, favorevoli o no, i quali possono portare alla risoluzione del portafoglio già nel breve o medio periodo.

2. Impatto della pandemia nei mercati finanziari

2.1 Introduzione

L'attuale pandemia ha scosso profondamente la società moderna, in breve tempo tutta la popolazione mondiale si è ritrovata a fare i conti con questo nemico invisibile, il quale continua a mietere vittime anche a distanza di due anni e nonostante lo sviluppo dei vaccini. Qualsiasi organizzazione, lavoratore, cittadino e risparmiatore ha dovuto fare i conti con gli effetti della proliferazione di questa malattia, e le vite di tutti quanti sono state stravolte da un momento all'altro, senza alcuna possibilità di prevedere tale situazione, e quindi di prepararsi.

Sono cambiate le abitudini e le esigenze della popolazione, sia a livello sociale che economico. Sono cambiati i comportamenti dei consumatori e altre attività sono state vietate o limitate dai governi di ogni parte del mondo. Tutto ciò ha impattato irreversibilmente l'operatività delle imprese e quindi le valutazioni nei mercati finanziari. Non si può dunque sviluppare una strategia di investimento senza uno studio approfondito di ciò che da due anni determina i principali movimenti di tutti gli indici azionari mondiali, e che influenza in maniera così profonda e significativa l'economia reale.

Nel capitolo verranno studiati prima gli effetti del covid sui principali mercati finanziari mondiali in modo da inquadrare gli effetti e quantificarli. Successivamente si andrà ad approfondire le motivazioni di tali andamenti, ovvero l'impatto della pandemia sui business model delle diverse aziende e delle restrizioni. Infine, verranno analizzati gli interventi messi in atto dalle istituzioni nazionali e sovranazionali con lo scopo di sostenere e rilanciare l'economia.

2.2 Diffusione della pandemia e andamento del mercato

Nel corso del 2020, ma anche negli anni successivi, la situazione pandemica è stata una delle variabili che ha inciso maggiormente sull'andamento dei mercati finanziari. Questa ha, infatti, determinato una situazione sociale ed economica senza precedenti nella storia, alla quale né i governi, né le imprese e nemmeno gli investitori sapevano come reagire. Dopo una descrizione relativamente approfondita dello scoppio e della propagazione della malattia, si andrà ad analizzare la reazione degli operatori del mercato finanziario nei momenti cruciali della crisi sanitaria.

2.2.1 Nascita e propagazione del covid

Il Covid 19 è la malattia causata da un virus a RNA chiamato SARS-CoV-2, capace di diffondersi attraverso l'uomo. Non sempre la positività al virus causa sintomatologia, tuttavia questa può manifestarsi dopo circa una settimana dal contagio, sotto forma di febbre, tosse e nei casi gravi dispnea e sintomi toracici gravi corrispondenti a polmonite (Velavan & Meyer, 2020).

Il 31 dicembre 2019 la Commissione Sanitaria di Wuhan (WHC) segnala all'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) la circolazione di una polmonite anomala riscontrata in 27 pazienti ricoverati in diversi ospedali della città. L'origine della malattia, identificata poi nel virus SARS-COV-2, non è ancora stata chiaramente definita. Il primo caso noto si ritiene che sia da attribuire ad una venditrice di pesce del mercato di Huanan, la cui comparsa dei sintomi risale al 10 dicembre (Worobey, 2021). Molti dei primi casi di questa nuova malattia risultano legati direttamente o indirettamente al mercato di Huanan, all'interno del quale era prassi il commercio di animali vivi e l'abbandono delle carcasse. Per tale motivo, il mercato, è stato a lungo ritenuto il luogo di origine del virus, tuttavia l'OMS afferma nel suo rapporto: "Many of the early cases were associated with the Huanan market, but a similar number of cases were associated with other markets and some were not associated with any markets. Transmission within the wider community in December could account for cases not associated with the Huanan market which, together with the presence of early cases not associated with that market, could suggest that the Huanan market was not the original source of the outbreak. Other milder cases that were not identified, however, could provide the link between the Huanan market and early cases without an apparent link to the market. No firm conclusion therefore about the role of the Huanan market in the origin of the outbreak, or how the infection was introduced into the market, can currently be drawn." (Joint WHO-China Study, 2021).

A gennaio 2020 contagi iniziano ad aumentare in maniera incontrollata, anche al di fuori di Wuhan e della Cina; nel giro di qualche settimana vengono certificati casi in Thailandia, Corea del Sud e Giappone; il 31 gennaio vengono confermati dal presidente del consiglio Giuseppe Conte i primi due casi di Covid in Italia²; in ogni caso i pazienti contagiati hanno legami con la Cina. Con 700 casi confermati, infatti, la Cina è l'epicentro dell'epidemia. Le autorità ordinano il lockdown per la città di Wuhan e il divieto per la popolazione locale di

² Conferenza stampa a Palazzo Chigi, 31/1/2020

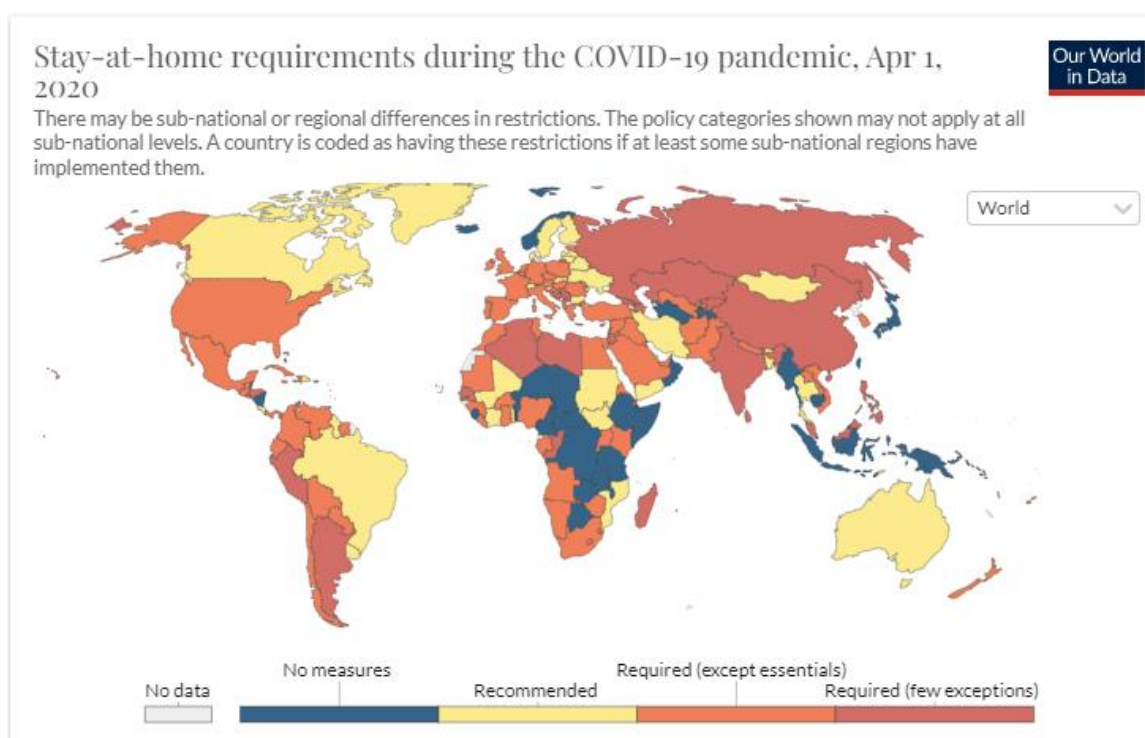
uscire di casa. In seguito, diverse regioni del paese subiranno lo stesso trattamento, e verranno annullati tutti i festeggiamenti in programma per il Capodanno cinese, primo grande evento del 2020 ad essere annullato. L'Italia blocca per precauzione i voli diretti con tutta la Cina, scelta poi criticata poiché complica il tracciamento dei pazienti arrivati tramite voli con uno o più scali.³ A febbraio il fenomeno sembra ancora essere limitato alla sola Cina, e a individui con contatti diretti con essa. La situazione, però, cambia drammaticamente il 21 febbraio quando viene riscontrata la positività di un uomo di 38 anni a Codogno, che non aveva alcun legame con la potenza asiatica. Nel giro di poche ore viene riscontrata la positività di altre quattordici persone. Il giorno successivo arriva la notizia della prima vittima italiana a Vo' Euganeo, e il Belpaese diventa il secondo con più casi dopo la Cina. Le autorità istituiscono delle “zone rosse” sul modello cinese; tuttavia, Lombardia e Veneto utilizzano approcci di contenimento divergenti: il veneto attua uno screening di massa per rilevare tutti i contagi, anche asintomatici; mentre nella regione lombarda ci si limita a individuare esclusivamente i casi sintomatici. In Lombardia, dove non sono stati intercettati e neutralizzati i casi asintomatici, il virus ha avuto un impatto maggiore, portando il numero totale dei pazienti sintomatici a circa 17.000 dopo un mese, di cui oltre 5000 guariti e circa 3500 deceduti (Romagnani & al., 2020). Con l'aumento repentino dei casi, il 7 marzo viene isolata la Lombardia e altre provincie, mentre il 9 marzo le misure di contenimento vengono estese all'intero paese con un DPCM del presidente del consiglio⁴.

“La scelta ottimale a fronte di un'epidemia causata da un virus molto contagioso è l'applicazione immediata di misure volte a limitare l'interazione sociale tra gli individui, sebbene tali misure non possano arrestare bensì solo rallentare la diffusione del contagio in modo da ridurre le pressioni sul sistema sanitario e consentire l'affinamento delle tecniche di tracciamento dei contagi e del trattamento dei malati (Farboodi, Jarosch e Shimer, 2020, citato in Consob, 2020). Nel caso del Covid-19, i Governi nazionali dei Paesi colpiti hanno dovuto adottare misure di distanziamento sociale (cosiddetto lockdown) nelle more della messa a punto di protocolli medici, di un vaccino e di cure specifiche validate clinicamente.” (Consob, 2021). In poco tempo i contagi si diffondono in maniera esponenziale in ogni parte del mondo, costringendo i governi a introdurre restrizioni che hanno bloccato trasporti e filiere produttive non essenziali in quasi ogni parte del mondo.

³ Comunicato Stampa n. 7/2020, ENAC, 31/1/2020

⁴ DECRETO DEL PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI 9 marzo 2020

Figura 1, Restrizioni nel mondo, fonte: Our World in Data

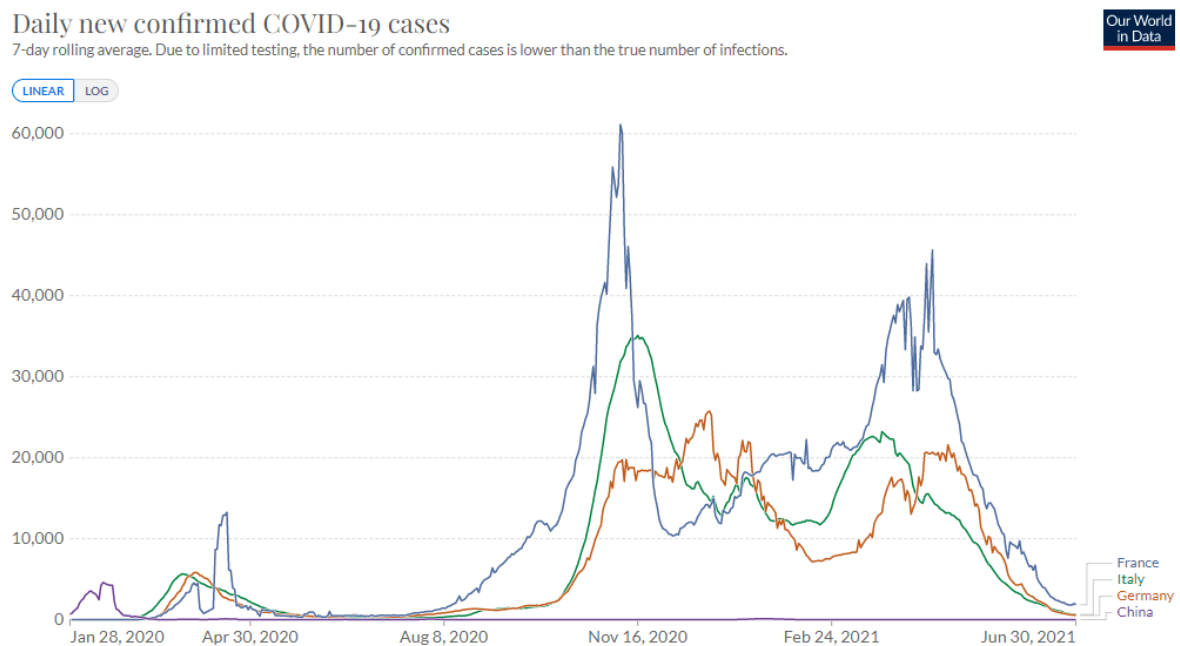


La diffusione e l'intensità delle misure restrittive hanno seguito non solo la rapida diffusione del virus, ma anche l'approccio del governo locale. Nel marzo 2020 viene pubblicato uno studio riguardo alle modalità di contenimento del virus e ai diversi approcci che verranno poi applicati dai vari governi di tutto il mondo. Vengono distinte due fasi: il martello e la danza (Pueyo, 2020). "Il martello, nella definizione dell'imprenditore, è rappresentato dalle misure di distanziamento sociale per contenere il virus e dalle altre limitazioni alla libertà personale in nome della salute pubblica adottate in diverse nazioni. [...] Si concretizza con il confinamento delle persone a casa, con uscite solo per fare la spesa, lavorare, recarsi in farmacia o in ospedale, ecc. [...] permette sia di ridurre il ritmo del contagio sia di preparare la fase successiva, quella della danza, in cui vengono allentate le misure. La danza, nella profetica previsione dell'ingegnere, è 'il lungo periodo che intercorre tra la fase Martello ed un vaccino o un trattamento efficace'. In sostanza la danza, secondo l'autore, 'non sarà un periodo durante il quale le misure saranno sempre dure. Alcune regioni vedranno di nuovo focolai, altre no per lunghi periodi di tempo. A seconda di come evolvono i casi, avremo bisogno di rafforzare le misure di allontanamento sociale o di rilasciarle'" (Mamone & Giampiero, 2021).

Ad oggi vengono distinte in Europa quattro ondate di contagi, ciascuna di esse caratterizzate da un'incidenza diversa sulla società e con una fase "martello" dedicata. Il primo martello è

stato quello più duro e restrittivo, probabilmente dovuto all'inesperienza o eccessiva cautela, in particolare in Italia. L'intero paese, infatti, è stato messo in isolamento, le attività sociali e produttive sono state bloccate categoricamente per diverse settimane. Come il primo martello è stato eccessivamente stringente, la prima danza è stata fin troppo rilassata: il 4 maggio inizia la "fase 2" con la ripresa delle attività produttive, ma è l'11 giugno, con la "fase 3", che riprendono le principali attività di aggregazione come cinema, teatri e locali notturni, riprendono, quindi, anche le attività sociali ed economiche. La pandemia sembra superata e in tutta Europa si diffonde la speranza di una ritrovata "normalità", tale speranza viene, però, spazzata via nell'autunno dello stesso anno con l'arrivo delle varianti del virus, più infettive e più contagiose.

Figura 2, Andamento contagi 1, fonte: Our World in Data



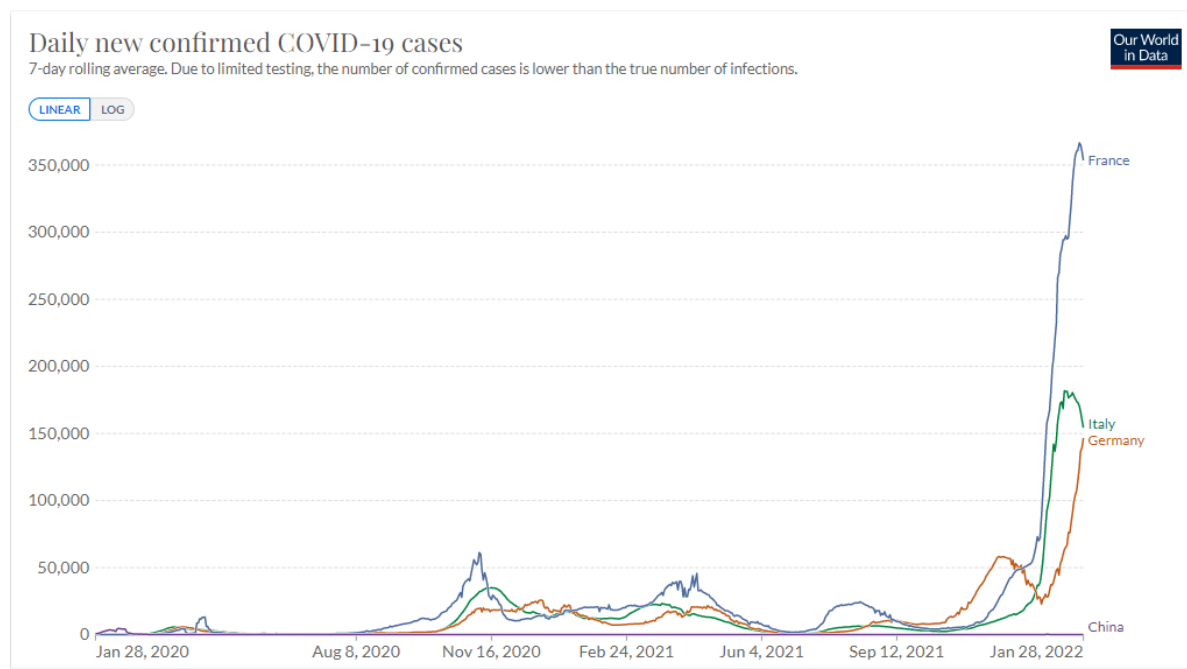
I numeri della seconda e della terza ondata fanno impallidire quelli della prima. La fase martello dalla seconda in poi è stata caratterizzata dagli interventi a livello regionale tramite le colorazioni bianco, giallo, arancione e rosso, tutt'ora in vigore. Ciascuna colorazione prevede diversi livelli di restrizioni e distanziamento sociale, dalla più permissiva nel caso di colorazione bianca, alla più restrittiva nel caso di colorazione rossa⁵. Gli interventi di contenimento della pandemia diventano dunque locali e mirati in modo da mantenere un equilibrio tra i limiti strutturali di capacità del sistema sanitario e il bisogno di concedere

⁵ DPCM del 4 novembre 2020

respiro all'economia. Provvedimenti simili a quelli presi in Italia sono stati varati in tutto il mondo con rare eccezioni, che però hanno portato a situazioni critiche.⁶

Nel momento più cupo della pandemia la notizia dell'invenzione dei vaccini, da parte di diverse case farmaceutiche multinazionali, lascia intravedere “la luce in fondo al tunnel” dell'epidemia. L'8, il 14 e il 27 dicembre partono le campagne vaccinali rispettivamente in UK, USA e UE. Si parte dalle categorie più fragili o esposte al virus, per poi proseguire con il resto della popolazione. Grazie a questo fondamentale strumento cala drasticamente l'incidenza della comparsa di sintomi in forma grave legate al virus e vengono introdotti incentivi alla vaccinazione come il Green Pass, e i criteri per stabilire la colorazione delle regioni vengono rivisti alla luce delle nuove statistiche del virus.

Figura 3, Andamento contagi 2, fonte: Our World in Data



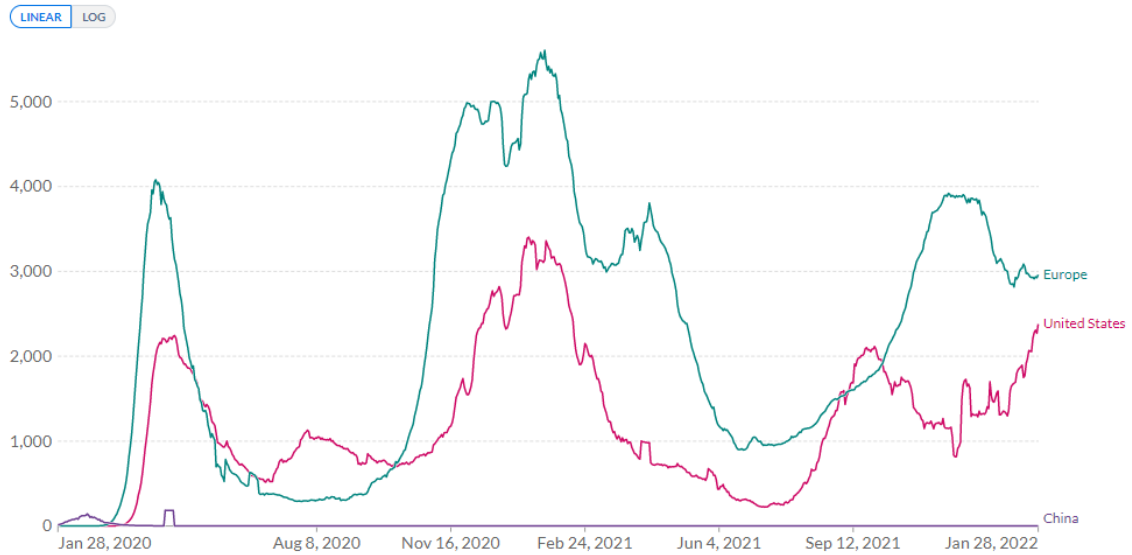
Confrontando i dati delle diverse ondate è possibile notare come quelli della quarta siano fuori scala rispetto a quelle precedenti, nonostante il numero delle morti sia inferiore grazie ai vaccini.

⁶ Paesi come Brasile, India e Stati Uniti hanno adottato strategie meno invasive causando un sovraccarico delle strutture sanitarie e un elevato numero di vittime.

Figura 4, Andamento morti da Covid-19, fonte: Our World in Data

Daily new confirmed COVID-19 deaths

For some countries the number of confirmed deaths is much lower than the true number of deaths. This is because of limited testing and challenges in the attribution of the cause of death.



2.2.2 Panico e ripresa nei mercati azionari

La diffusione del virus a livello globale ha generato grossi movimenti sui mercati finanziari.

Come si può vedere dal grafico, l'indice S&P 500 dal 19 febbraio al 23 marzo 2020 perde 33,92% del valore iniziale, generando il 16 marzo la peggior seduta dal 1987, nella quale ha perso 11,98%⁷.

⁷ Fonte: Investing.com

Figura 5, Rendimento S&P 500 1, fonte: Tradingview



Esistono evidenze sulla correlazione tra la diffusione dei contagi e il crollo dei mercati dei primi mesi del 2020, attribuendo le cause all'improvviso aumento dell'incertezza dovuto sia allo shock pandemico e le conseguenti preoccupazioni per la salute pubblica, sia agli effetti delle restrizioni che limitavano l'economia e i business delle aziende (Yilmazkuday, 2021). Crolli simili si sono verificati in tutti i principali indici mondiali: Euro Stoxx 50 ha totalizzato un crollo del -38,27% rispetto ai suoi massimi, FTSE 100 del -34,93% e Nikkei 225 del -30,63%, tutti negli stessi giorni⁸.

Tuttavia, la pandemia da Covid-19 ha causato, su più vasta scala, i medesimi effetti sui mercati finanziari di altre malattie che si sono diffuse in passato: "We have stipulated that outbreaks have a tendency to decrease the value of different industries during the short run but that eventually, all of the affected industries recover in the long run" (Yan, Logan, Andy, & Tony, 2020). A partire dal 23 marzo, punto di minimo dell'S&P 500, l'indice ha cominciato una rapida risalita che lo ha riportato sui livelli pre-crisi già ad agosto dello stesso anno. Tale risalita, arrivata al termine di una fase di panico degli investitori, è stata sostenuta da un'estate durante la quale la morsa del virus nei paesi occidentali sembrava appartenere al passato, ma soprattutto dal settore tecnologico e dalle imprese Big Tech, le quali hanno un

⁸ Dati ricavati tramite Tradingview

peso particolarmente rilevante all'interno dell'indice, e il loro modello di business non solo non è stato penalizzato dalle restrizioni, ma è stato addirittura favorito⁹.

Tra settembre e novembre, però, lo scoppio della seconda ondata torna a far aumentare l'incertezza nei mercati finanziari. Gli investitori temono che con l'aumentare del numero di contagi, possa arrivare una nuova fase martello che riproponga lo scenario di marzo, costringendo le imprese a ridurre o azzerare le proprie attività. Governi e imprese, tuttavia, hanno accumulato esperienza nel trattamento della pandemia, i primi attuando misure restrittive più mirate e organizzate, e i secondi adattando i propri business allo scenario pandemico, o riconvertendo la produzione. Pertanto l'incertezza autunnale non determina correzioni superiori al 10%. A risolvere la situazione in maniera favorevole, spingendo verso un'ulteriore crescita l'indice americano, arriva la notizia dell'iniezione dei vaccini. S&P 500 chiuderà il 2020 con un rendimento da inizio anno del 16,26%, seguito da un 2021 costantemente al rialzo chiuso al +26,89%¹⁰.

2.3 Effetti del Covid-19 sull'economia

Superata la preoccupazione iniziale, l'attenzione dell'intera opinione pubblica si è trasferita sull'impatto che le restrizioni hanno causato sull'economia. I mercati finanziari hanno reagito in maniera estremamente negativa già nei momenti iniziali della pandemia, adattando le aspettative alle nuove condizioni dell'economia mondiale.

Il lockdown totale prolungato per diversi mesi nella fase iniziale della pandemia, ha causato diversi danni all'economia in tutto il mondo. L'assoluta novità di tale scenario, e la mancanza di riferimenti, ha reso complicata la stima dell'impatto delle restrizioni sull'economia, contribuendo ad aumentare l'incertezza, e quindi il livello di panico nelle fasi iniziali, non solo nei mercati finanziari, ma anche nell'economia reale. Nelle fasi successive, invece, grazie alle fasi della danza e alle politiche per il contenimento dei contagi più mirate nelle successive fasi martello, l'impatto sull'economia è stato minore, permettendo una relativamente rapida ripresa. I dati del FMI confermano tale andamento, riportando nel 2020 un crollo del PIL mondiale del 3,3%, concentrato nel primo trimestre, e una riduzione del commercio internazionale del 8,9%, la più forte contrazione dalla Seconda guerra mondiale (Banca D'Italia, 2021). La contrazione del PIL ha quindi interessato l'intero pianeta,

⁹ Aziende come Amazon e Netflix che non prevedono che il consumatore debba uscire di casa nel periodo tra marzo e settembre hanno raddoppiato il loro valore

¹⁰ Fonte: Investing.com

conseguenza diretta della globalizzazione, ma ha colpito i paesi in maniera eterogenea. I paesi dell'unione europea, infatti, hanno registrato una riduzione complessiva del PIL pro capite del -6,33%, gli Stati Uniti del -3,82%, mentre la Cina ha visto in controtendenza una crescita del 1,98%¹¹. La rapida ripresa è testimoniata invece dalle stime del FMI sulla crescita del PIL mondiale del 2021, che si attestano intorno al +6%, superando già nell'anno successivo i livelli precrisi.

Nonostante la rapida ripresa, l'economia mondiale ha subito profondi mutamenti, che hanno caratterizzato la crescita dopo il crollo. Le misure di distanziamento sociale adottate a fronte dell'emergenza sanitaria hanno determinato pesanti ricadute, dirette e indirette, sia sull'offerta che sulla domanda, che si sono manifestate in maniera improvvisa e pesante, determinando uno shock, nella fase iniziale della pandemia, ma che si sono protratte anche nelle fasi successive, costituendo di fatto una nuova normalità a cui le organizzazioni hanno dovuto adattarsi.

Lo shock negativo dell'offerta, dato dalla sua contrazione imprevista, è una diretta conseguenza del lockdown caratteristico delle fasi martello, ma anche del distanziamento sociale precauzionale da mantenere nelle fasi della danza. Tale problema è stato aggirato con il lavoro da remoto (o smart working), questa misura, tuttavia, non è applicabile in tutti i settori. L'interruzione della produzione in un comparto o in una determinata area geografica, possono estendersi ad altri comparti o aree a seconda delle interdipendenze, bloccando l'intera filiera produttiva e ampliando lo shock iniziale¹². Lo shock della domanda è invece causato da diversi fattori. In primo luogo, vi è il calo dei consumi strutturale dato dalla limitazione alla mobilità individuale. Vanno, poi, considerati anche l'effetto reddito, ridotto dal rallentamento o dalla chiusura di molte attività, e l'effetto ricchezza, ridotta anch'essa dal crollo dei mercati finanziari. Infine, anche l'elevata incertezza porta a una riduzione della domanda, in quanto spinge i consumatori a rimandare le spese non essenziali e a rafforzare il risparmio precauzionale (Consob, 2021).

Tale riduzione contestuale di domanda e offerta, in aggiunta alle limitazioni dirette sugli spostamenti tra nazioni per contenere la diffusione del virus, ha ridotto sensibilmente il commercio internazionale nel 2020, in particolare nel primo trimestre. Fortunatamente, però, le determinanti di tali shock si sono rivelati transitorie: il superamento delle fasi cruciali della

¹¹ Fonte: Our World in Data

¹² Approfondimento sui semiconduttori nel seguente paragrafo

pandemia ha ridotto l'incertezza, ridando fiducia ai consumatori e alle imprese; forti di questa fiducia, anche i mercati finanziari hanno recuperato in tempi rapidi, come è stato già mostrato; e infine, il miglioramento delle condizioni pandemiche ha permesso la ripresa delle attività, facendo rientrare anche l'emergenza della disoccupazione che negli Stati Uniti, dove esistono minori tutele al lavoro rispetto all'Europa, era arrivata al 14,7%, peggiore rilevazione dalla grande depressione del 1929, ma è tornata sotto al 7% nel 2021 e al 3,9% a inizio 2022¹³.

Verranno ora analizzati i diversi impatti che la pandemia e le relative restrizioni hanno avuto sui vari settori, per poi illustrare le misure introdotte dal governo italiano e da quelli stranieri per sostenere i settori più penalizzati.

2.3.1 Limitazioni per alcuni business e incentivi alla digitalizzazione

La crisi pandemica, e le conseguenti restrizioni per il contenimento dei contagi, hanno portato ad un cambio di paradigma in tutti i settori economici, costituendo di fatto una nuova normalità, in quanto tale scenario prosegue ininterrotto da ormai due anni, fatta eccezione per le due parentesi estive che hanno concesso maggiore respiro alle attività più depresse.

In tale scenario, nel quale è imperativo evitare il più possibile il contatto umano, è stato provvidenziale il ricorso al lavoro da remoto per poter proseguire il più possibile l'attività lavorativa. Lo scoppio della pandemia, infatti è coinciso con il successo delle videochiamate, che permettono lo svolgimento di incontri virtuali utili sia a livello lavorativo che personale; a testimonianza di tale proliferazione, possono essere considerati i rendimenti delle azioni delle imprese che offrono tale servizio come Zoom, che nel corso del 2020 ha avuto una crescita quasi del 400%¹⁴. Tuttavia, non tutti i settori economici possono ricorrere a tale strumento per il proseguimento dell'attività, generando di fatto una discriminazione per i lavoratori delle diverse industrie, e un'economia che continua a viaggiare da due anni a diverse velocità di crescita, con disparità anche sui lavoratori (Scicchitano, 2021).

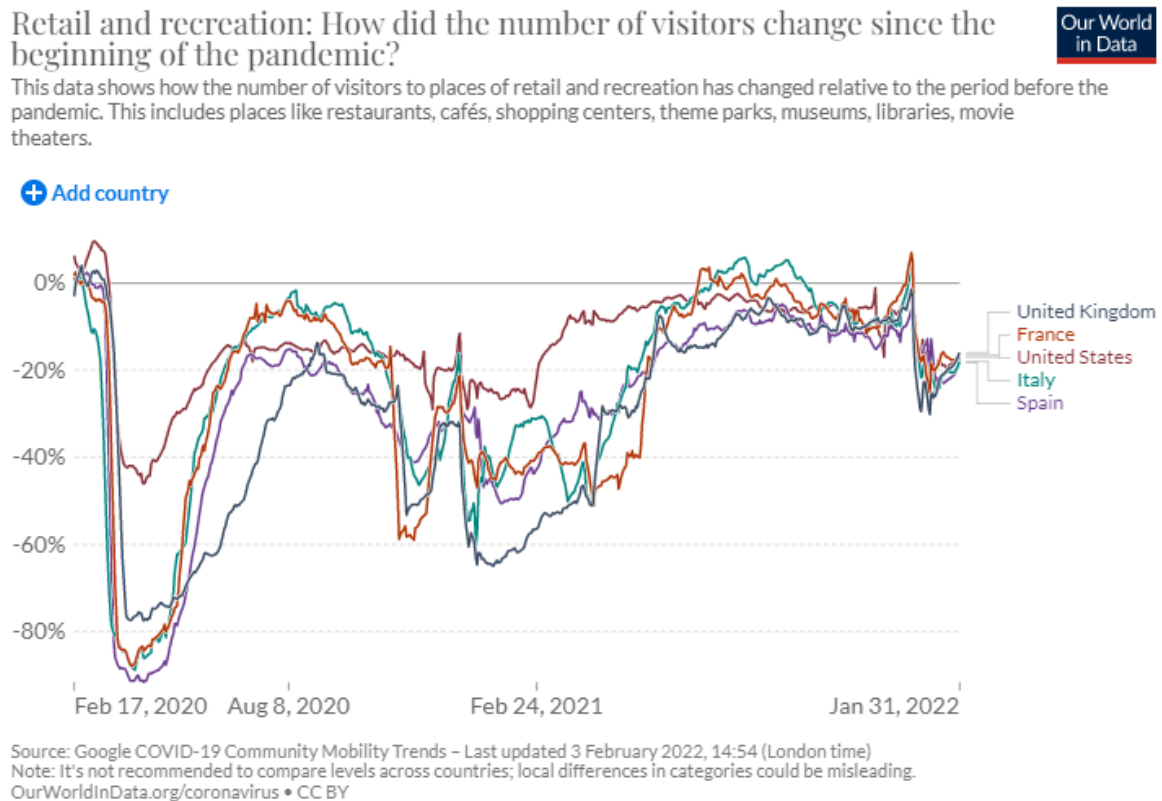
I settori più colpiti dalla situazione pandemica, infatti, sono stati quelli strettamente legati al contatto e alla mobilità delle persone. I lavoratori dei settori della rivendita al dettaglio e della ristorazione sono quelli ad aver registrato la maggiore penalità salariale, segnalando un'importante crisi del settore (Aina, 2021). Tale andamento può essere verificato anche dai dati raccolti da Google in tutto il mondo riguardo al cambiamento delle abitudini della

¹³ Fonte: Investing.com

¹⁴ Fonte: Morningstar.com

popolazione sui luoghi frequentati. Come è possibile vedere dal grafico in Figura 6, il numero di visite in luoghi come ristoranti, centri commerciali o bar è calato drasticamente rispetto ai periodi precedenti allo scoppio della pandemia, a favore del tempo passato a casa che è aumentato in media tra il 10% e il 15%¹⁵.

Figura 6, Variazione abitudini della popolazione, fonte: Our World in Data



A discapito della ristorazione tradizionale, il settore del food delivery ha subito una grande crescita, in quanto i clienti hanno preferito ordinare i pasti a casa piuttosto che rinunciarvi. Ne hanno beneficiato le compagnie di questo settore come Just Eat Takeaway che ha aumentato il proprio fatturato da €415,88 milioni nel 2019 a €2,04 miliardi nel 2020¹⁶.

Altro settore gravemente colpito dalla pandemia è stato quello del turismo, penalizzato sia dal blocco degli spostamenti imposto dai governi che dai nuovi atteggiamenti prudentziali di una parte della popolazione che ha preferito limitare i viaggi. Si è registrata una diminuzione delle prenotazioni dalla Cina di quasi il 56% verso tutte le aree del mondo e un drastico calo anche dei voli internazionali, secondo il rapporto dell'ISTAT, c'è stato un calo del 66,3%

¹⁵ La crescita del tempo passato a casa è condizionata dal già elevato valore precedente alla pandemia; pertanto, la crescita è minore. Fonte: Our World in Data

¹⁶ Fonte: Investing.com

dei voli e dell'85,1% dei passeggeri trasportati nel mese di marzo in Italia (Istat, 2020). Della crisi del settore turistico ne hanno risentito tutti gli operatori: sia le imprese di prenotazione come Booking o Expedia che hanno dimezzato il fatturato rispetto al 2019, sia le compagnie aeree, che gli operatori crocieristici, anche a seguito del caso della Diamond Princess¹⁷ (Yan, Logan, Andy , & Tony, 2020).

Il settore manifatturiero è stato colpito in maniera diversa rispetto a quello dei servizi. Richiedono infatti minori interazioni tra individui; tuttavia quarantene e lockdown, anche se localizzati, hanno causato blocchi nelle filiere produttive creando gravi problemi di strozzatura dell'offerta che, confrontandosi con il forte aumento della domanda successivo allo shock iniziale, ha generato una tendenza a rialzo dei prezzi, tutt'ora difficile da quantificare (OECD, 2021). L'intensità di tale fenomeno varia a seconda del livello di integrazione globale della produzione, in quanto determinate aree geografiche sono state colpite maggiormente dal covid. Caso particolare è rappresentato dall'industria dei semiconduttori, input essenziali nella produzione di tutti gli apparecchi elettronici, la cui domanda è stata costantemente in crescita per diversi anni. Con l'arrivo della pandemia, la loro produzione ha subito lo shock negativo che ha fermato la produzione; tuttavia, il maggiore tempo passato a casa, l'obbligo all'utilizzo del telelavoro e la diffusione su larga scala dell'attività di mining delle criptovalute, ha portato la domanda di questo particolare input a crescere in maniera ancora più rapida di quanto non fosse già previsto. Ciò ha portato a gravi conseguenze per tutte le produzioni che utilizzano tale materiale, come blocchi della produzione o ritardi, che si prevede possano persistere ancora nel 2022 (Zainuddin, 2021). I ricavi delle imprese nel settore dei semiconduttori è aumentato del 10,4% nel 2020¹⁸ e del 25,1% nel 2021¹⁹, spinti anche dall'aumento dei prezzi causati dalla loro scarsa reperibilità.

A causa del covid, anche lo stile di vita di molte persone è cambiato rispetto a prima della pandemia. Infatti, è opinione diffusa che strumenti come lo smart working non verranno abbandonati al termine della pandemia in quanto, per determinati settori non ha comportato un calo della produttività, ma ha anzi dato spazio a nuove opportunità come la possibilità di poter lavorare in qualsiasi posto, anche lontano dal proprio ufficio. Un sondaggio di Conference Board afferma che il 24% del personale delle grandi aziende lavorerà

¹⁷ Nelle fasi iniziali della pandemia la nave è stata posta in quarantena dalle autorità giapponesi a seguito di diversi casi di Covid-19 riscontrati a bordo. (Focus, 2020)

¹⁸ Gartner press release STAMFORD, Conn., April 12, 2021

¹⁹ Gartner press release STAMFORD, Conn., January 19, 2022

principalmente in smart working un anno dopo che la pandemia si sarà attenuata. Lo smart working abbatte il tempo che i professionisti impiegano a raggiungere il posto di lavoro, comportando un aumento della produttività stimato a quasi il 5%; tuttavia, la minore affluenza del personale negli uffici, ma anche il minor pendolarismo, modificheranno le aree urbane in tutto il mondo, oltre a comportare una diminuzione della spesa complessiva in cibo, shopping, servizi personali e intrattenimento vicino a luoghi di lavoro. A causa di tale fenomeno, si stima un calo nella spesa complessiva dei consumatori tra il 5% e il 10% nella città di San Francisco e New York (Barrero, Bloom, & Davis, 2021).

2.3.2 Interventi pubblici e delle banche centrali per contrastare la crisi

La situazione critica causata dalla pandemia ha richiesto l'intervento dei governi per sostenere imprese e famiglie che si trovavano in difficoltà. Sono state introdotte misure senza precedenti sia in Europa che negli Stati Uniti, con lo scopo non solo di aiuto alla popolazione, ma anche di rilancio dell'economia per gli anni successivi alla crisi.

Le prime ad intervenire dopo lo scoppio della pandemia sono state le banche centrali che hanno adottato misure straordinarie mirate a stabilizzare i mercati e a garantire liquidità al settore privato. Il 13 marzo 2020 la BCE annuncia con un comunicato stampa (BCE, 2020) il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) per un valore di €750 miliardi di euro, aumentati a €1 850 miliardi entro la fine dell'anno. Il piano ha lo scopo di ridurre il costo del finanziamento ed aumentare il credito, per permettere ai cittadini, alle imprese, ma anche alle amministrazioni pubbliche dei vari stati membri di accedere ai fondi necessari per fronteggiare la crisi sanitaria ed economica. Con tali fondi vengono acquistate attività dalle banche in cambio di liquidità che poi possa essere concessa in prestito a famiglie e imprese, o titoli societari per promuovere gli investimenti. Stessi obiettivi ha anche la Federal Reserve statunitense, che ha fornito prestiti a tassi bassi a imprese e fondi per superare la crisi di liquidità causata dalla crisi sanitaria e dalla svendita dei titoli nel mercato finanziario. Nel mese di marzo sono stati previsti diversi piani per immettere liquidità come il Commercial Paper Funding Facility (CPFF), il Primary Dealer Credit Facility (PDCF) e il Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF), oltre al piano di Quantitative Easing per sostenere il debito pubblico statunitense a lungo termine. Inoltre, la FED ha provveduto, sempre allo scopo di immettere liquidità nei mercati e sostenere la spesa delle famiglie e delle imprese, a tagliare i tassi di

interesse sui fondi federali, fornendo allo stesso tempo una “forward guidance” sull’andamento futuro degli stessi (Clarida, Duygan-Bump, & Scotti, 2021). L’abbassamento dei tassi di interesse, che si avvicineranno allo zero, verrà effettuato anche dalla BCE.

Oltre alle banche centrali, anche i governi sono intervenuti a sostegno dell’economia. Negli Stati Uniti, con il CARES Act sono stati stanziati \$2 300 miliardi, pari al 11% del PIL per il sostegno immediato a famiglie e imprese in difficoltà a causa delle restrizioni. Anche a livello europeo sono stati presi diversi provvedimenti a sostegno della popolazione con sussidi e rimborsi del fatturato. Tali aiuti, in concomitanza con le spese per sostenere i sistemi sanitari saturi a causa della pandemia, sono stati possibili grazie alla sospensione del patto di stabilità che ha permesso agli stati membri di superare il limite del 3% di deficit e il finanziamento tramite il fondo SURE. In Italia sono stati emanati i decreti “Cura Italia”, “Decreto Liquidità” e “Decreto Rilancio” che hanno portato all’erogazione di €26 miliardi in sussidi²⁰ per la popolazione nel 2020 e hanno stanziato fino a €750 miliardi come garanzie a prestiti alle imprese. Il 27 maggio 2020 viene proposto il Next Generation EU, un piano per sostenere la ripresa e rilanciare l’economia europea. Il progetto, senza precedenti, prevede l’investimento di circa €800 miliardi in progetti scelti dai vari paesi membri attraverso i propri piani, come il PNRR italiano, e approvati dal consiglio europeo. Tali piani devono prevedere un pacchetto di riforme e investimenti in sei settori (Pace, 2021):

- 1) Digitalizzazione, Innovazione, Competitività, Cultura
- 2) Rivoluzione verde e transizione ecologica;
- 3) Infrastrutture per una mobilità sostenibile;
- 4) Istruzione e ricerca;
- 5) Inclusione e coesione;
- 6) Salute

Questi sono i settori scelti dalla comunità europea su cui basare non solo la ripresa dalla pandemia, ma l’intero tessuto economico nei prossimi anni.

2.4 Conclusioni

In questo capitolo sono state ripercorse le vicende legate al Covid-19. Dai primi casi nella città di Wuhan, i contagi si sono diffusi rapidamente, costringendo i governi di tutto il mondo

²⁰ 54* rapporto Censis

ad intervenire con delle misure di contenimento, che hanno limitato la circolazione della malattia ed evitato il collasso dei sistemi sanitari. Sia la paura per la salute pubblica, che le misure di distanziamento hanno generato un impatto economico senza precedenti, manifestatosi nei mercati finanziari con il crollo di marzo 2020. Il permanere del Covid, con l'alternarsi delle fasi "martello" e "danza", ha costituito di fatto il nuovo contesto al quale le imprese hanno dovuto adattare il proprio business, utilizzando strumenti per il lavoro a distanza per permettere il distanziamento e l'isolamento senza interrompere le attività, evitando, quindi, un ulteriore peggioramento delle condizioni economiche. È stato visto, anche, come tali strumenti non siano utilizzabili in tutti i settori, determinando un calo delle attività per quelli più colpiti dalle misure restrittive, come ristorazione, rivendita al dettaglio e turismo. Questi settori hanno riportato le maggiori perdite, a favore di altri che hanno invece beneficiato della maggiore permanenza a casa della popolazione, come i servizi digitali o le consegne. Sono infine state esposte anche le misure per il sostegno all'economia prese dai governi e dalle banche centrali dell'economie sviluppate. Tali misure risultano in sussidi per le famiglie in difficoltà, agevolazioni per prestiti alle aziende, immissione di grandi quantità di liquidità e abbassamento dei tassi di interesse per favorire gli investimenti in un periodo ad alta incertezza. Speciale menzione deve essere fatta per il programma europeo Next Generation EU, il quale punta a rilanciare l'economia del vecchio continente attraverso ingenti investimenti coordinati e concentrati in determinati settori su cui la comunità punta per il futuro.

3. Strategie di investimento e situazione pandemica

3.1 Introduzione

Lo shock di marzo 2020 ha segnato un evento storico nei mercati finanziari paragonabile alle grandi crisi passate del 1929 del 2000 o del 2008. Tuttavia, a differenza di quest'ultime, la causa del crollo non è stata di natura economica, ma legata alla crisi sanitaria e dalle restrizioni che hanno imposto il blocco delle attività, come è stato esposto nel precedente capitolo.

Tale differenza è fondamentale per comprendere l'evoluzione successiva dei mercati azionari, ma anche per analizzare il contesto macroeconomico a inizio 2022, indispensabile per sviluppare un'adeguata strategia di investimento e individuare le opportunità offerte dai mercati finanziari. Tale contesto, infatti, risente degli effetti delle misure restrittive rese necessarie dalla crisi sanitaria, ma è influenzato anche nelle misure di sostegno all'economia promosse dalle varie istituzioni nazionali o sovranazionali e dai loro effetti sia sull'economia reale che sui mercati finanziari.

In questo capitolo si analizzerà la teoria dei mercati efficienti, in quanto è necessario confutarla per ammettere la possibilità di esistenza delle opportunità nel mercato finanziario. In seguito, alla luce di quanto discusso, si effettuerà un'analisi critica del rendimento degli indici finanziari nel corso del 2021, in modo da comprendere in maniera completa ed esaustiva lo stato dei principali mercati finanziari mondiali all'inizio del 2022, momento nel quale si attua la strategia di investimento.

Infine, verranno studiati gli effetti degli interventi istituzionali sull'economia, a partire dalle misure di sostegno a fronte della crisi sanitaria e i loro effetti inflazionistici, alle misure per il contenimento di quest'ultimi. Entrambi i provvedimenti impattano le aziende e quindi i mercati finanziari, creando rischi ed opportunità che devono essere adeguatamente compresi per poterne trarre vantaggio.

3.2 Efficienza dei mercati

“There is an old joke, widely told among economists, about an economist strolling down the street with a companion. They come upon a \$100 bill lying on the ground, and as the companion reaches down to pick it up, the economist says, ‘Don’t bother – if it were a genuine \$100 bill, someone would have already picked it up’. This humorous example of

economic logic gone awry is a fairly accurate rendition of the efficient markets hypothesis” (Lo, 2007)

La teoria dei mercati efficienti, o EMH, è stata sviluppata negli anni '60 dagli economisti Eugene Fama e Paul Anthony Samuelson. Fa riferimento all'efficienza informativa dei mercati e cerca di dare una spiegazione all'andamento dei prezzi. È sintetizzabile con il seguente principio: i prezzi in ogni momento riflettono perfettamente tutte le informazioni disponibili al pubblico.

Secondo tale teoria, infatti, il prezzo di mercato “riflette pienamente” qualsiasi informazione riguardo a un titolo in ogni momento; pertanto, afferma che non è possibile ottenere extra-profitto avendo a disposizione esclusivamente le informazioni pubbliche. A questo fa riferimento la battuta citata in apertura, in quanto la EMH afferma che un'informazione disponibile a chiunque, come la presenza della banconota da \$100 per terra, non può portare alcun guadagno poiché il mercato avrebbe già scontato l'informazione, quindi qualcuno l'avrebbe già raccolta. Per cui, se la banconota è ancora a terra, deve essere necessariamente falsa.

La EMH sostiene che è impossibile battere il mercato, che gli investitori specializzati non possono essere in grado di ottenere un extra-profitto sistematico e che qualsiasi divergenza tra rendimenti attesi dal mercato e rendimenti effettivi, sia a rialzo che a ribasso, è dovuta al caso, ovvero alla disponibilità di nuove notizie, che sono per definizione imprevedibili. Parte integrante della teoria dei mercati efficienti, infatti, è il concetto della “Random walk” che afferma: “una scimmia bendata che lancia freccette su una lista di titoli azionari è capace di costruire un portafoglio performante tanto quanto uno creato da un esperto” (Malkiel, 1973). Infatti, se le informazioni disponibili sono già considerate nel prezzo di mercato, allora qualsiasi informazione ricavata dall'analisi tecnica o dall'analisi fondamentale, utilizzate dagli esperti, non porta alcun valore all'investitore.

La teoria dei mercati efficienti, poiché sostiene che il prezzo riflette in ogni momento tutte le informazioni disponibili, viene spesso estesa dagli economisti che affermano anche che il prezzo di mercato riflette il valore corretto (o valore intrinseco) di un titolo, e che quindi ciascun investimento ha la stessa opportunità di rendimento, che varia esclusivamente in base al livello di rischio (Mishkin, Eakins, & Beccalli, 2019).

Mentre l'estensione della teoria sulla corretta valutazione è stata ampiamente smentita dai crolli e dalle bolle speculative del 1987, del 2000 e del 2008; la EMH è ancora dibattuta: sebbene non sia possibile fare previsioni sull'andamento del mercato con le informazioni disponibili, sono state riscontrate delle anomalie come l'extra-rendimento prolungato (non giustificato dal rischio) di alcune piccole imprese²¹, la stagionalità che rende possibile un rendimento anomalo, fenomeni di ritorno alla media dopo la presentazione di valori al di fuori di essa, e infine l'eccesso di reattività alle notizie e di volatilità del mercato, che avvicinano alla teoria della finanza comportamentale, la quale si pone come alternativa all'EMH.

La finanza comportamentale applica i concetti di altre scienze sociali, come la psicologia o la sociologia, al mondo della finanza, studiando il comportamento dei risparmiatori e degli investitori e l'effetto sui prezzi dei titoli. Tale teoria parte dal presupposto che l'*Homo Economicus*, ovvero colui che prende ogni decisione in maniera razionale, non è una corretta rappresentazione degli operatori del mercato finanziario, in quanto avendo tempo e risorse limitate non è possibile ottenere tutte le informazioni necessarie per prendere decisioni completamente razionali. Quindi, secondo la teoria della finanza comportamentale, l'uomo ricorre spesso a processi decisionali semplificati e può essere soggetto a bias cognitivi; pertanto, prende decisioni non ottimali che possono alterare il corretto funzionamento del mercato, provocando le anomalie che mettono in discussione la EMH.

Secondo la teoria della finanza comportamentale, anche le emozioni giocano un ruolo rilevante negli investitori: è stato dimostrato, infatti, che uno stato d'animo felice spinge il soggetto a formulare previsioni più ottimiste, mentre uno triste è più tendente al pessimismo (Wright & Bower, 1992). Questa differenza, quando diffusa su un gran numero di investitori, può influenzare sensibilmente l'andamento del mercato, generando scostamenti dal valore intrinseco nel breve termine, e creando opportunità per investitori a più lungo termine.

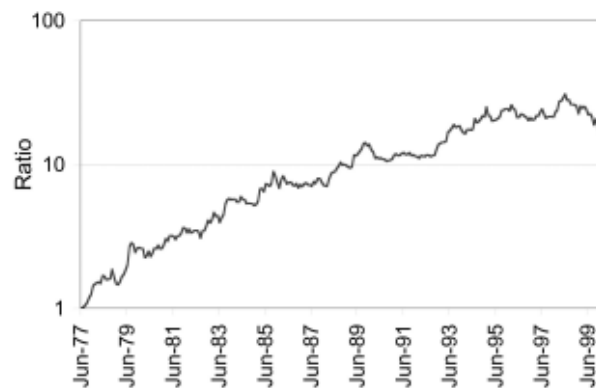
È su tali presupposti che si basa la teoria del Value Investing, la quale prevende il calcolo del valore intrinseco di un'azienda attraverso l'analisi fondamentale. L'investitore, poi, procederà all'acquisto esclusivamente quando troverà che il valore intrinseco da lui calcolato sarà superiore al prezzo di mercato, e quando ci sarà anche un sufficiente margine di sicurezza che riduca il rischio del suo investimento (Graham, 2003).

²¹ Roll, Richard. "A possible explanation of the small firm effect." *The Journal of Finance* 36.4 (1981): 879-888.

Il Value Investing è stato teorizzato da Benjamin Graham e David Dodd, ma l'esponente più famoso è senza dubbio Warren Buffet, fondatore e presidente della holding Berkshire Hathaway. Utilizzando tale metodo di investimento, Buffet è riuscito a ottenere dei rendimenti maggiori rispetto al benchmark S&P 500 tra il 1977 e il 2000, ottenendo un indice alpha annualizzato di 8,5 e un beta di 1,39²² (Siegel, Kroner, & Clifford, 2001).

Figura 7, Extrarendimento cumulato di Berkshire Hathaway, fonte: *The Journal of Investing*

Berkshire Hathaway Cumulative Return in Excess of S&P 500—July 1977–April 2000



Non solo Warren Buffet è riuscito a ottenere rendimenti sopra la media grazie a tale metodo. Sono numerosi, infatti, gli investitori allievi di Graham che hanno ottenuto ottimi rendimenti, tanto da dimostrare la validità dei suoi insegnamenti, come afferma Buffet stesso: “A concentration of winners that simply cannot be explained by chance can be traced to this particular intellectual village” (Buffett, 1984).

3.3 Pandemia e sopravvalutazione dei titoli

A seguito del crollo di marzo 2020, come già illustrato, i mercati finanziari hanno intrapreso un notevole periodo di crescita che si è protratto in maniera sorprendentemente costante fino al termine del 2021. Prendendo come riferimento lo S&P 500 e il Nasdaq-100, i più popolari indici finanziari a livello globale, si può notare questo particolare andamento, che si ritrova anche in molti altri indici.

²² Parametri di sovra-rendimento e di rischio del Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Figura 8, Rendimento S&P 500 2, fonte: Tradingview



L'S&P 500 dal 23 marzo 2020 al 31 dicembre 2021 ha ottenuto un rendimento del +113,02%, con una volatilità estremamente bassa: i drawdown sono stati in media del 5% circa e non hanno mai superato il 10%.

Figura 9, Rendimento Nasdaq-100, fonte: Tradingview



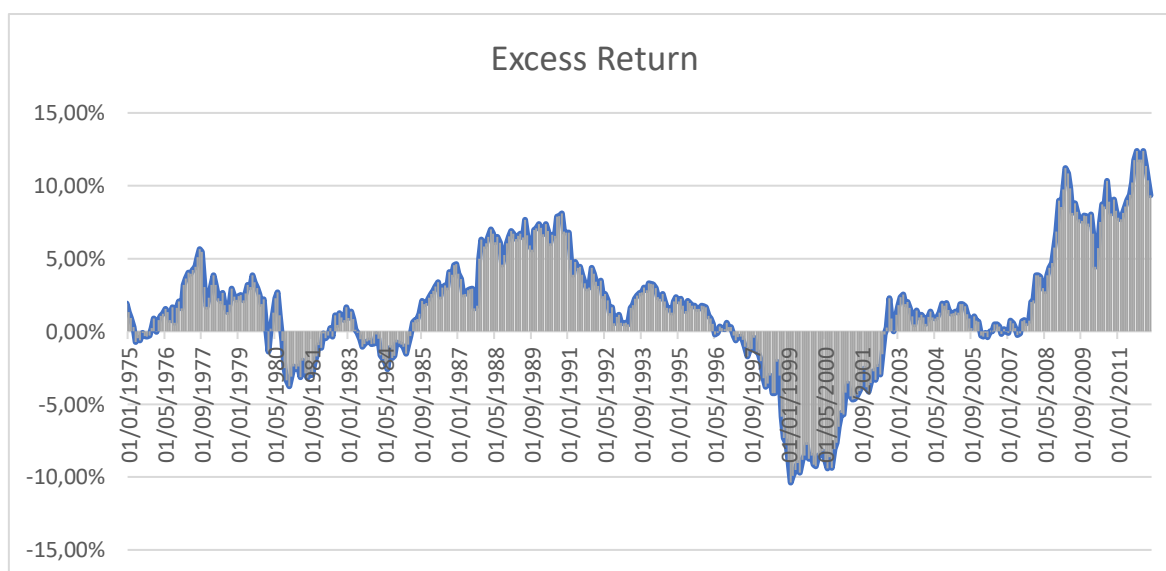
Nello stesso periodo il Nasdaq-100 ha ottenuto un rendimento maggiore, del 132,91%, a fronte però di una maggiore volatilità: si può notare, infatti, come tale indice presenti maggiori drawdown sia in quantità che in rilevanza, la quale raggiunge e supera più volte il

-10%. Il rendimento più elevato del Nasdaq-100 rispetto all'S&P 500 trova spiegazione nella maggiore concentrazione nel primo delle aziende tecnologiche, le quali hanno risentito meno delle restrizioni e da cui gli investitori si aspettano una maggiore crescita futura²³.

Nell'ultimo anno e mezzo, dunque, entrambi gli indici hanno più che raddoppiato il loro valore, e l'euforia generata dal bull market potrebbe aver portato le valutazioni delle aziende a livelli non giustificati dalla loro redditività. Per sostenere tale teoria, possono essere analizzati i seguenti tre indicatori fondamentali:

1. La redditività del mercato azionario è stata elevata non solo nell'ultimo anno e mezzo, ma arriva anzi da un periodo estremamente proficuo per la maggior parte degli investitori equity. Il seguente grafico, infatti, mostra, la differenza tra il rendimento dei bond statunitensi a 10 anni a tasso fisso e il rendimento medio annualizzato di un investimento decennale nell'S&P 500 al netto dei dividendi.

Figura 10, Il premio per il rischio sul mercato, fonte dati: Investing.com



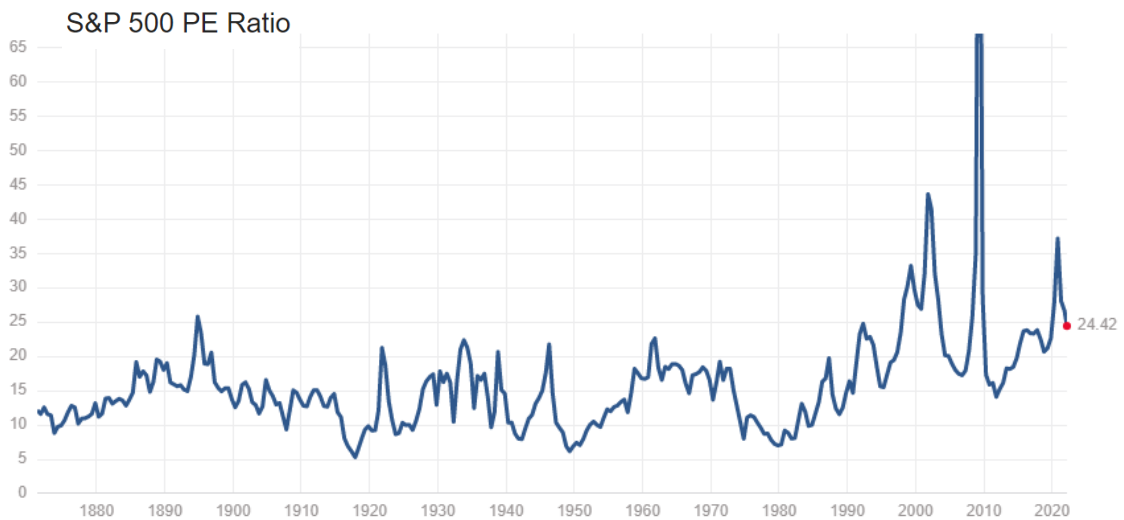
Si può notare come i rendimenti ottenuti dall'investimento azionario eseguito tra 2008 e il 2012, siano di gran lunga superiori rispetto all'investimento obbligazionario eseguito nello stesso periodo, con picchi che superano anche il 10% di extra-rendimento annuo. Se si studia lo storico, si può notare come rendimenti altrettanto elevati sono stati ottenuti soltanto tra il 1988 e il 1991, ovvero quando gli investitori hanno beneficiato soltanto della fase positiva della bolla delle dot-com, terminando l'investimento prima della fase

²³ Favorita anche dai bassi tassi di interesse, argomento approfondito successivamente

negativa. Tali valori potrebbero suggerire una nuova sopravvalutazione dei titoli azionari e/o un rendimento eccessivamente ridotto dei titoli obbligazionari.

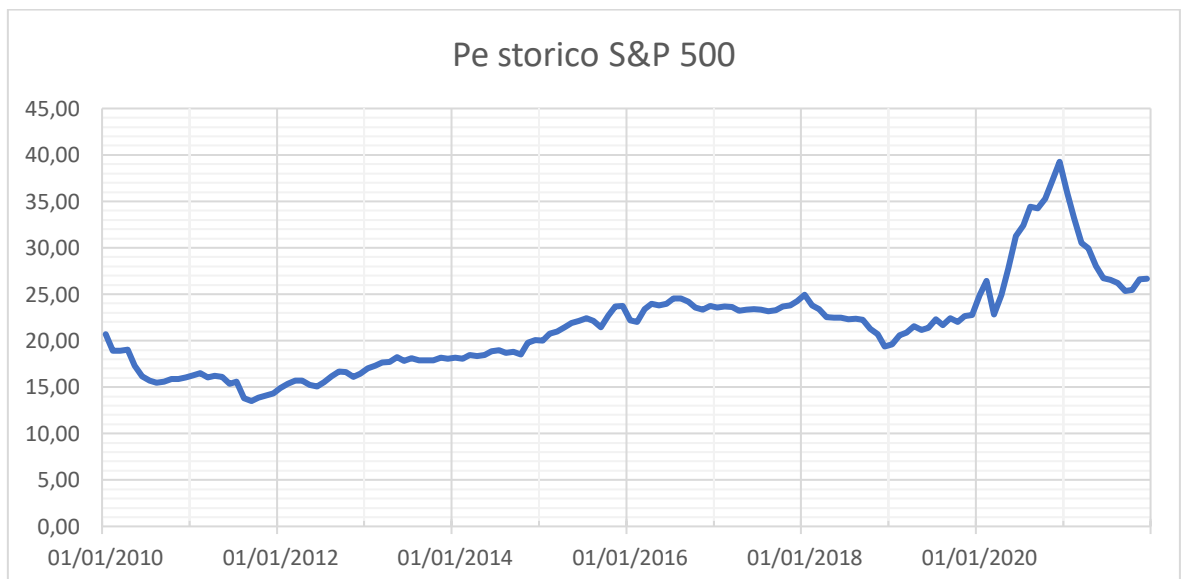
2. Un altro indicatore che potrebbe suggerire la sopravvalutazione generale dei titoli appartenenti all'S&P 500 è il rapporto P/E se confrontato con l'andamento storico. I seguenti due grafici mostrano l'andamento dell'indicatore su due diversi archi temporali; il primo fa riferimento a un arco temporale molto vasto che va dal 1871 a oggi, all'interno del quale può essere individuato un rapporto P/E medio di 15,97.

Figura 11, S&P 500 PE Ratio, Fonte: Multpl.com



Il secondo grafico, invece, mostra un arco temporale decisamente inferiore, ma più recente.

Figura 12, L'andamento del PE dei titoli dello S&P 500, fonte dati: Multpl.com

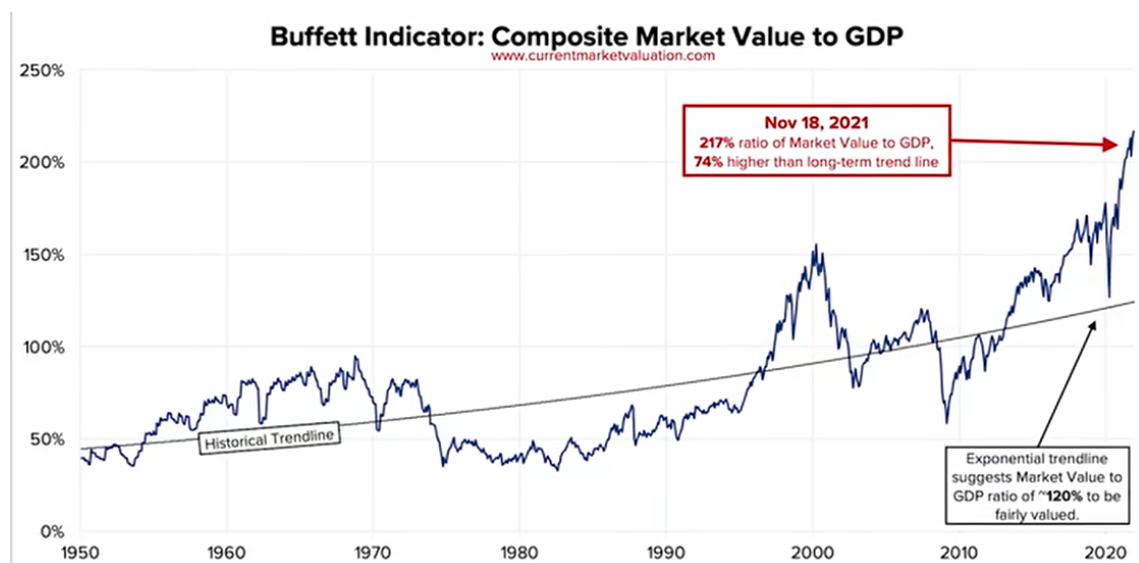


L'arco temporale di riferimento è rilevante poiché nel decennio dal 2010 al 2020 preso in considerazione nel secondo grafico, il P/E medio cambia sensibilmente, attestandosi a 19,76. La causa dell'aumento della media può essere attribuita alle mutate condizioni economiche e sociali, oltre che allo sviluppo della tecnologia.

Le stime sul rapporto P/E dell'S&P 500 all'inizio del 2022 ammontano a 26,08²⁴; molto superiore alla media di entrambi gli archi temporali. Questo potrebbe suggerire la possibilità della realizzazione di un fenomeno di ritorno alla media, il quale potrebbe avvenire in due modalità alternative, ma che non si escludono a vicenda: una riduzione delle valutazioni o un aumento dei ricavi. Il ritorno alla media può avere diversa intensità a seconda del riferimento alla media di lungo periodo o a quella dell'ultimo decennio.

3. Infine, l'ultimo indicatore che suggerisce la sopravvalutazione del mercato è dato dal rapporto tra la capitalizzazione del mercato azionario statunitense²⁵ e il PIL nazionale, anche conosciuto come Buffett Indicator in quanto proposto e definito come la miglior singola misurazione della valutazione del mercato, dal celebre investitore americano da cui prende il nome. Uno studio afferma la correlazione inversa tra il valore di questo indicatore e il successivo ritorno di mercato, evidenziando tuttavia la debolezza del rapporto e suggerendo l'uso contestuale con diversi indicatori per effettuare analisi di mercato (Tanner, 2021). Il grafico sottostante mostra l'andamento storico di tale indicatore e la relativa trendline.

Figura 13, Buffet Indicator, fonte: currentmarketvaluation.com



²⁴ Fonte: Multpl.com

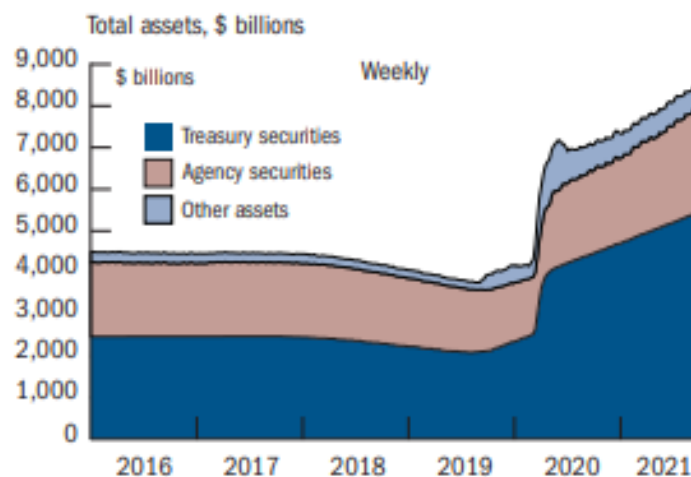
²⁵ Calcolata anche come capitalizzazione dell'indice Wilshire 5000

È possibile notare come al termine del 2021 tale indicatore presenti un valore del 217%, ovvero il 74% più elevato rispetto alla trendline. Anche in questo caso si potrebbe verificare un fenomeno di ritorno alla media attraverso due modalità: un aumento del PIL statunitense o una riduzione della capitalizzazione del mercato azionario, ovvero una riduzione delle valutazioni.

3.4 Gestione della pandemia e intervento degli Stati sui mercati

Gli interventi più rilevanti per analisi dei mercati finanziari, sono state quelle di politica monetaria. Le banche centrali infatti hanno provveduto all'immissione di una grande quantità di nuova moneta, principalmente attraverso l'acquisto di titoli del tesoro; la FED, ad esempio, tra l'inizio del 2020 e la fine del 2021 ha raddoppiato le proprie attività totali possedute²⁶ in modo da stabilizzare i mercati del debito in una fase delicata, ad alta incertezza e durante la quale era necessario aumentare il debito pubblico nazionale di diversi punti percentuali rispetto al PIL per far fronte all'emergenza sanitaria.

Figura 14, Andamento asset detenuti dalla FED, fonte: Federal Reserve Board



Altro strumento di politica monetaria utilizzato dalla FED per sostenere l'economia e che ha avuto un grande impatto sul mercato equity è stato l'abbassamento dei tassi di interesse sui prestiti interbancari. Tale misura ha abbassato il costo del capitale, ed è stata presa allo scopo di favorire la concessione del credito in un contesto nel quale le imprese avevano un forte bisogno di denaro per far fronte alla crisi di liquidità. Il tasso di interesse a cui gli istituti di deposito statunitensi possono prendere a prestito denaro è passato a inizio 2020 da 1,55% allo 0,10%. Tale misura ha favorito in maniera importante le imprese tecnologiche, che infatti hanno avuto rendimenti più alti, poiché sono tendenzialmente più orientate alla

²⁶ Fonte: Federal Reserve Balance Sheet, November 2021 | federalreserve.gov

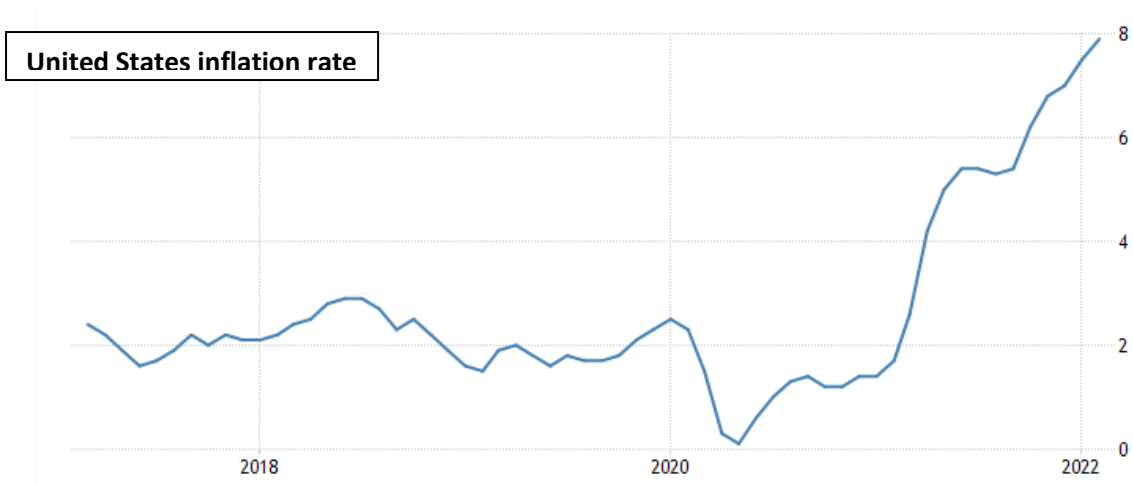
crescita futura piuttosto che ai guadagni presenti, e in quanto secondo il discount cash flow model il prezzo di un'azione è determinato dai flussi di cassa futuri attualizzati (Brealey, Myers, Allen, & Sandri, 2020). Pertanto, una riduzione del tasso di interesse interbancario e quindi del costo del denaro ha mosso a ribasso il tasso di attualizzazione utilizzato nella valutazione aziendale, causando, quindi, un aumento del valore attuale sensibile, in modo particolare per le imprese tecnologiche.

3.4.1 Inflazione e crescita dei tassi di interesse

L'obiettivo principale di tutte le principali banche centrali del mondo è quello di “garantire la stabilità dei prezzi al consumo”, ossia un basso tasso di inflazione, in modo da non interferire con le scelte economiche di cittadini e imprese e permettere un'efficiente allocazione delle risorse. La politica monetaria, dunque, deve intervenire in caso di shock economici in maniera diversa a seconda della loro natura con politiche restrittive o espansive (Visco, 2021). Le misure introdotte dalle banche centrali tra il 2020 e il 2021 erano il risultato di un'emergenza rappresentata dalla pandemia da Covid-19, ed erano dirette a mitigare le conseguenze negative sull'economia che l'emergenza sanitaria ha comportato.

Le chiusure dovute alle restrizioni, infatti, hanno determinato un iniziale shock della domanda, disomogeneo tra i vari settori, e successivamente anche uno shock dell'offerta, i quali causano problemi dal punto di vista inflazionistico di più difficile gestione da parte delle banche centrali. Il grafico sottostante mostra la variazione percentuale dell'indice CPI (Consumer Price Index) negli stati uniti, il quale mostra andamenti simili a quelli europei.

Figura 15, fonte: tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Labor Statistics



Si può notare come il crollo della domanda abbia portato ad una diminuzione del tasso medio di inflazione, il quale si è avvicinato allo zero anche in Europa e in Italia²⁷. Tuttavia, dall'inizio del 2021, l'indice dei prezzi ha registrato un'improvvisa impennata che lo ha portato ai livelli più alti dell'ultimo ventennio.

Sono state identificate tre cause principali che hanno portato a tale inflazione (BCE, 2021):

- Rapida riapertura delle attività economiche.

Grazie al miglioramento graduale della situazione pandemica e alle progressive riaperture, i consumi della popolazione sono tornati a crescere. I cittadini hanno acquistato di più, sfruttando anche i risparmi accumulati durante le fasi più dure della pandemia. È quindi aumentata drasticamente la domanda di beni, la quale si è dovuta però scontrare con la curva di offerta che non è riuscita a tenere il passo in quanto anche le aziende sono state duramente colpite dalla pandemia. Queste, infatti, non solo hanno subito blocchi alla produzione dovute alle restrizioni, ma hanno dovuto anche provvedere alla ricostruzione delle catene di approvvigionamento e fronteggiare le inaspettate modifiche delle esigenze della popolazione che ha cambiato le proprie abitudini di acquisto. Tutto ciò ha creato “colli di bottiglia” e interruzioni nella catena globale del valore (GVC), in particolare nel settore dei semiconduttori e dei microchip, i quali hanno influenzato a rialzo l'andamento dei prezzi al consumo, seguendo la legge della domanda e dell'offerta. Uno studio dimostra l'influenza dei problemi della GVC sui prezzi dei beni negli stati uniti, affermando anche che la temporaneità di tale fenomeno dipenderà dalla capacità di tali interruzioni di attenuarsi nel tempo e di soddisfare la maggiore domanda (LaBelle & Santacreu, 2022).

- Il rincaro dei beni energetici

Nell'ultimo anno si è assistito ad un sensibile aumento del prezzo dell'energia in ogni parte del mondo. Molteplici fattori hanno contribuito a tale aumento, tra cui la ripartenza dell'industria, la minore intensità dei venti nel Regno Unito che ha impedito alle pale eoliche di funzionare, la siccità in Brasile che ha ridotto l'utilizzo delle centrali idroelettriche, il particolarmente freddo inverno dello scorso anno che ha ridotto le scorte europee di gas e petrolio e le tensioni geopolitiche riguardanti l'approvvigionamento europeo di energia e l'attivazione del gasdotto

²⁷ Rispettivamente 0,3% e -0,1% su base annua. Fonte: Visco (2021)

NordStream2²⁸. Il prezzo dell'energia ha un peso particolarmente rilevante sul CPI in quanto i costi per famiglie e imprese sono particolarmente condizionati dal prezzo di petrolio, gas ed elettricità.

- Effetto base

La misura dell'inflazione viene calcolata come variazione percentuale su base annuale; pertanto, è fortemente influenzata dalle oscillazioni di prezzo. Come si può notare dal grafico precedente, nel 2020, al culmine della pandemia, i prezzi sono stati eccezionalmente bassi a causa del crollo della domanda. Di conseguenza il differenziale tra i prezzi odierni rialzati e quelli esigui del 2020, amplifica l'indice inflazionistico rendendolo ancora più allarmante. Tale effetto è particolarmente evidente per i prezzi del petrolio: ad aprile 2020, infatti, si è registrato il punto di massimo della crisi petrolifera causata dalla scarsa domanda e dalle tensioni geopolitiche tra alcuni paesi dell'OPEC+ che ha portato i prezzi al barile del petrolio a livelli particolarmente bassi; in particolare, il 20 aprile del 2020 i futures del West Texas Intermediate (Crude Oil Futures), una tipologia di petrolio estratto negli Stati Uniti, è arrivato ad essere scambiato a prezzi negativi, attorno ai -\$40 al barile. (De Vincenzo, 2020) Gli stessi futures un anno dopo, il 20 aprile 2021, venivano scambiati a \$62.67²⁹.

Le cause appena descritte, in concomitanza con le politiche monetarie espansionistiche necessarie per fronteggiare l'emergenza sanitaria, hanno generato grande preoccupazione negli investitori, ma anche nei responsabili delle istituzioni. Infatti, già nell'autunno del 2021, forte del buon andamento della campagna vaccinale e della progressiva uscita del paese dalla pandemia, il presidente della Federal Reserve ha annunciato il rallentamento graduale, per non sconvolgere i mercati, dell'acquisto di asset da parte della banca centrale statunitense; garantendo, tuttavia, il mantenimento dei tassi di interesse a zero fino a quando non sarà raggiunta la piena occupazione e non si sarà stabilizzata l'inflazione, ovvero a fine 2022 secondo le loro previsioni (Powell, 2021). L'obiettivo dichiarato è quello di rallentare la crescita della domanda, a cui le imprese non riescono a far fronte e che quindi genera il surriscaldamento dell'economia e un aumento dei prezzi seguendo la legge della domanda e dell'offerta.

²⁸ La situazione energetica europea si è aggravata notevolmente con il successivo scoppio della guerra in Ucraina

²⁹ Fonte: Seekingalpha.com e Investing.com

L'inaspettata accelerazione dell'inflazione successiva alle dichiarazioni di Powell, tuttavia, ha costretto la FED ad inasprire la politica monetaria, annunciando ulteriori tagli sugli asset e aumenti anticipati sui tassi di interesse nel 2022. Per quanto riguarda l'Europa, la cui economia non ha ancora raggiunto gli stessi livelli di ripresa degli stati uniti, la politica monetaria futura annunciata dalla BCE rimane ancora espansiva in attesa di nuovi aggiornamenti, mentre la Bank of England ha anticipato i tempi aumentando i tassi già a dicembre 2021.

3.4.2 Effetti sulla valutazione aziendale

Sia l'inflazione che l'aumento dei tassi di interesse, sono estremamente rilevanti nella valutazione del prezzo di un'azione, e devono essere considerate attentamente per evitare distorsioni delle valutazioni, ma anche per spiegare i movimenti dei prezzi di mercato.

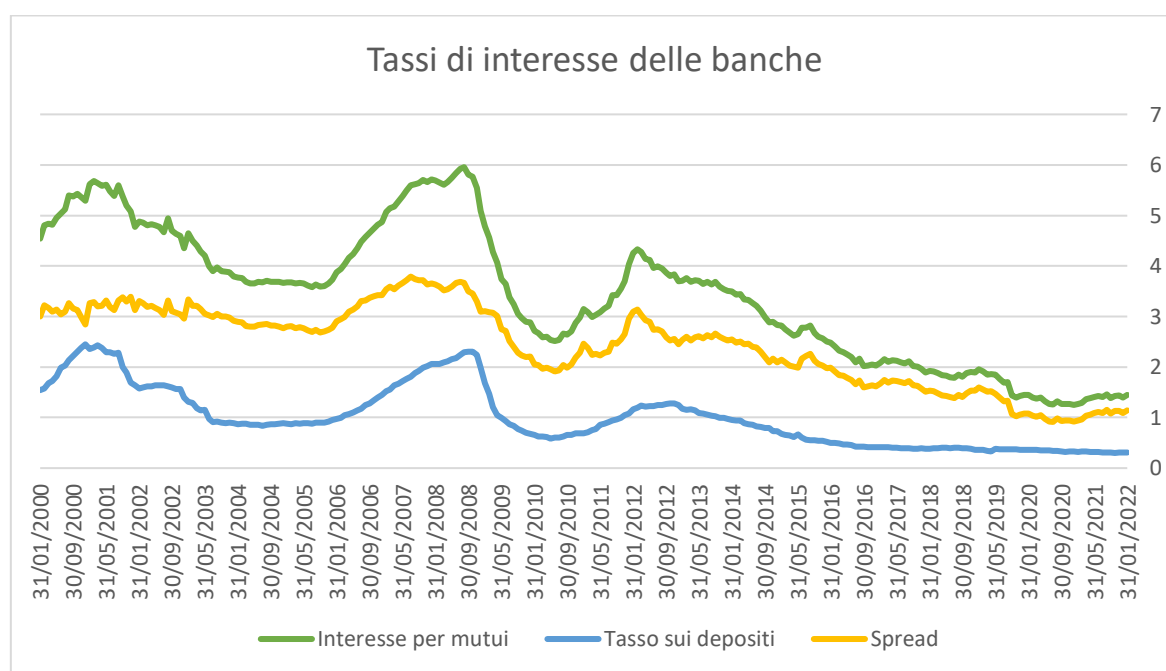
“Growth is typically measured by the percentage increase in a company’s revenue, earnings, or assets, as *calculated using current dollars*. The italicized part of the sentence is critical because growth in current dollars can come either from actual expansion of the business in real terms or inflation” (Cornell, Gerger, Jarrell, & Canessa, 2021).

La citazione precedente mette in guardia gli investitori dagli effetti dell'inflazione sulla crescita dei ricavi futuri di un'azienda, quando misurati in termini di valuta corrente. Questi, infatti, possono derivare tanto da un'espansione del business ottenuta tramite nuovi investimenti, quanto da un aumento dei prezzi dovuti all'inflazione, che tuttavia non riflette un effettivo valore aggiunto per l'azienda. Mentre nel panorama precedente al covid questo non era un problema, dati i bassi livelli di inflazione; nel nuovo contesto economico questo discorso può assumere un aspetto rilevante per definire il corretto valore di un'azienda. Nonostante gli esponenti istituzionali si siano espressi definendo i recenti fenomeni inflazionistici come temporanei e impegnandosi nel loro contenimento, questi destano comunque preoccupazione, dovute anche alle crescenti tensioni geopolitiche, le quali contribuiscono ad aumentare il livello di rischio e di incertezza dei mercati.

Qualora l'alta inflazione dovesse effettivamente rivelarsi temporanea, gli investitori dovranno tuttavia fare i conti con le intenzioni annunciate delle principali banche centrali di alzare i tassi di interesse. Tale provvedimento avrà un importante impatto sui mercati finanziari, in quanto costringe gli investitori a ricalcolare il valore attuale degli utili futuri di tutte le aziende sul mercato in base al nuovo costo del denaro, secondo il DCF model. Più ampio sarà il rialzo dei tassi, maggiori saranno i movimenti sul mercato nel prossimo futuro.

Oltre a questo, con l'aumento del costo del denaro le imprese indebitate possono incorrere in problemi dovuti all'aumento degli interessi passivi, che riducono il margine di profitto, o al rischio di rifinanziamento nel momento in cui dovranno rinnovare le proprie passività. Entrambe queste condizioni impattano sul valore azionario in quanto: incidono direttamente sugli utili futuri riducendoli, nel primo caso o aumentano il livello di rischio dell'impresa nel secondo, che comporta un aumento dei rendimenti attesi e quindi del tasso di attualizzazione dei suoi utili futuri, che riduce il valore attuale dell'azienda. Il settore bancario, invece, è l'unico a beneficiare di un rialzo dei tassi di interesse; questo, infatti, genera i suoi ricavi dalla differenza tra il tasso di interesse a cui presta denaro e il tasso a cui lo ottiene. Il seguente grafico riporta lo storico dei tassi di interesse dal 2000 ad oggi, e si può notare come al diminuire dei tassi di interesse diminuisca anche lo spread.

Figura 7, Tassi di interesse delle banche e spread, fonte dati: Banca D'Italia



Pertanto, le banche andrebbero a beneficiare di un rialzo dei tassi di interesse, andando ad aumentare i propri ricavi e quindi il loro valore azionario.

Già nel recente passato sono stati annunciati diversi aumenti dei tassi di interesse, ed è lecito aspettarsi che i mercati finanziari avranno una reazione simile a quella avuta nel 2015 quando la FED ha annunciato un aumento di un quarto di punto percentuale³⁰ e nel 2018 quando ha effettuato ben quattro aumenti nel corso dell'anno³¹. Nel 2015, in corrispondenza della

³⁰ Fonte: Federal Reserve issues FOMC statement, dicembre 2015

³¹ Fonte: Federal Reserve issues FOMC statement: marzo, giugno settembre e dicembre 2018

diffusione della notizia degli aumenti, l'indice S&P 500 ha perso circa il 12% in meno di un mese; mentre nel 2018 l'indice è passato da una quotazione di 2924,59 il 1° ottobre a 2351,10 il 24 dicembre, pari a un crollo di quasi il 20%³².

3.5 Conclusioni

Dopo aver verificato il mancato rispetto dei requisiti presentati dalla teoria dell'efficienza dei mercati è stata effettuata, in questo capitolo, un'analisi macroeconomica dei mercati finanziari, tale da individuare le opportunità di investimento. Smentire la teoria di efficienza dei mercati, a favore della teoria della finanza comportamentale, è strettamente necessario per ammettere la possibilità dell'esistenza di opportunità nel mercato, in quanto è proprio l'irrazionalità degli investitori e del mercato a determinare valutazioni non adeguate di determinati titoli che possono essere sfruttati per ottenere rendimenti maggiori a quelli di mercato.

Seguendo l'analisi fondamentale tipica del value investing a cui tale strategia si ispira, si è analizzato diversi indicatori, i quali indicano tutti una possibile sopravvalutazione del mercato e in particolare dell'indice S&P 500. La strategia ideale sembrerebbe quindi quella di vendere a ribasso l'indice, tuttavia è famosa la citazione che mette in guardia da tale strategia: "Il mercato può rimanere irrazionale più a lungo di quanto tu possa rimanere solvibile"³³. È difficile, infatti, prevedere il momento nel quale l'indice invertirà la propria tendenza, e un errore di timing in una strategia simile può rivelarsi altrettanto dannosa di una strategia sbagliata, in termini di perdite. Tuttavia, la teoria della finanza comportamentale afferma l'influenzabilità degli investitori alle notizie; pertanto, è possibile immaginare che la minaccia, sempre più concreta, di un aumento dei tassi di interesse da parte della FED, il quale avrà sicuramente un impatto sui mercati, possa essere l'elemento chiave che determinerà il timing dell'inversione della tendenza.

È noto, inoltre che al crescere dell'inflazione, le banche centrali attuano politiche monetarie sempre più restrittive in modo da controllarla. È stato mostrato come la FED abbia iniziato a considerare il problema già da settembre 2021, annunciando la riduzione dell'acquisto di asset; ma nel dicembre dello stesso anno, con l'inflazione del dollaro arrivata al 7%, diverse

³² Fonte dati di mercato: spglobal.com

(<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview>)

³³ È dibattuta la vera paternità di tale citazione tra Keynes e A. Gary Shilling

testate giornalistiche³⁴ davano per certi almeno tre rialzi dei tassi nel 2022 applicate fin dai primi mesi dell'anno.

Pertanto, i primi mesi del 2022 possono essere quelli che vedranno la realizzazione dell'inversione di tendenza annunciata.

³⁴ "Fed official says first interest rate rise could come as soon as March" (Financial Times, 17 dicembre 2021), "Fed Doubles Taper, Signals Three 2022 Hikes in Inflation Pivot" (Bloomberg, 15 dicembre 2021), "The majority of Fed members forecast three interest rate hikes in 2022 to fight inflation" (CNBC, 15 dicembre 2021)

4. Applicazione di una strategia di investimento nello scenario post-pandemico

4.1 Introduzione

L'eccezionale e costante crescita dell'indice S&P potrebbe essere frutto dell'euforia degli investitori, i quali vengono influenzati dall'ottimismo generale spinto dai recenti rendimenti, e sono portati a realizzare valutazioni particolarmente generose, le quali spingono ancora i prezzi a rialzo (Guo, Lin, & Pai, 2021). Tale fenomeno, tuttavia, comporta un allontanamento dei prezzi dai valori fondamentali, misurabili dai multipli di mercato. In tale situazione possono verificarsi due scenari possibili: qualora vengano rispettate le aspettative, gli investitori ottengono rendimenti minori dovuti all'elevato prezzo di acquisto, al contrario si ottengono perdite maggiori se tali aspettative non dovessero concretizzarsi. Inoltre, tale soluzione espone maggiormente al rischio sistemico in quanto la diffusione di notizie negative potrebbe far sfumare l'euforia o addirittura trasformarla in paura (giustificata o meno), determinando crolli del mercato più ampi in quanto si parte da valutazioni ottimistiche.

In quest'ottica, tali situazioni sono particolarmente sfavorevoli per gli investitori poiché si trovano a fare i conti con uno scenario nel quale i rendimenti attesi non compensano il maggiore rischio che si corre ad acquistare quando i suddetti multipli sono elevati rispetto alla media storica. La definizione di una strategia di investimento, dunque, è particolarmente delicata e complessa.

In questo capitolo verrà selezionato un campione di aziende, seguendo i criteri di analisi fondamentale dei titoli, in modo da definire un portafoglio che riesca a sfruttare le opportunità di mercato a inizio 2022, e ottenere dei rendimenti superiori all'indice S&P 500 nel breve o medio periodo. Si calcherà poi il valore di ciascun titolo sulla base delle aspettative di crescita degli analisti sugli utili per azione (EPS), in modo da ottenere un prezzo di riferimento da confrontare con quello di mercato. Infine, nell'ottica di crescita dei tassi di interesse, si osserverà come il prezzo di questi titoli potrebbe essere influenzato dall'aumento del tasso di attualizzazione.

Al fine di sfruttare al massimo tale strategia, verrà proposta la vendita al ribasso di determinati titoli che potrebbero risentire maggiormente dei ribassi. Tale strategia è particolarmente rischiosa in quanto l'irrazionalità nelle valutazioni del mercato può protrarsi

oltre le aspettative, generando anche importanti perdite; tuttavia, si ritiene che le condizioni di politica monetaria giustifichino tale operazione, sulla base delle esperienze passate già descritte³⁵.

4.2 Il campione di aziende

Alla luce dell'analisi macroeconomica esposta, è lecito aspettarsi una leggera correzione del mercato azionario nel corso del 2022, o comunque rendimenti non all'altezza di quelli degli ultimi anni.

Si propone, quindi, una strategia di investimento che permetta di trarre beneficio dall'analisi economica al termine del 2021, sfruttando il ribasso di titoli particolarmente deboli attraverso lo short selling, e investendo nei titoli che hanno maggiore possibilità di ottenere migliori rendimenti nel corso dell'anno. L'obiettivo è quello di sovraperformare nel breve/medio periodo l'indice finanziario di riferimento a livello mondiale: l'S&P 500.

Nella selezione dei titoli di tale strategia non sono state prese in considerazione le imprese con volumi di scambio medi inferiori al milione e con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di dollari, in modo da detenere titoli sufficientemente liquidi e con bid-ask spread moderati. Tutti i titoli selezionati sono quotati al NYSE, al NASDAQ o nelle borse europee.

4.2.1 Titoli da vendere al ribasso

In una fase di ribasso determinata da variazioni del sentiment di mercato e da una politica restrittiva imposta dalle banche centrali, si ritiene che i titoli che possono incontrare maggiori difficoltà siano quelli che, a prescindere dalle prospettive di crescita, presentano evidenti problemi nei valori tipicamente osservati nell'analisi fondamentale.

Sebbene al momento sia il settore con le aziende più grandi e profittevoli, quello tecnologico è particolarmente sensibile agli umori degli investitori. Proprio da questi, infatti, è stata generata la bolla speculativa del 1999-2000, così descritta: "L'euforia generale derivante dai concetti di 'sviluppo', 'progresso' e 'crescita', associati a un settore all'avanguardia come quello della new economy, alimentò le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto, a prescindere dalle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività (quali utili prodotti, indebitamento, beni materiali, disponibilità liquide, previsioni di crescita). Tali aspettative finirono con l'autorealizzarsi, a

³⁵ Paragrafo 3.4.2 Effetti sulla valutazione aziendale

fronte dei massicci acquisti di titoli '.com' che sostenevano i corsi azionari verso una marcata sopravvalutazione delle società emittenti” (Consob, 2015).

Le imprese tecnologiche hanno una naturale propensione alla crescita e grande potenziale, e per questo vengono premiate dal mercato finanziario con valutazioni elevate rispetto ai fondamentali. Tuttavia, quando cresce l'incertezza e la fiducia degli investitori sfuma, queste imprese sperimentano importanti crolli del proprio valore in quanto non possono contare su ricavi solidi poiché il loro valore è determinato principalmente dalla crescita futura attesa. A conferma di ciò, come è stato riportato precedentemente³⁶, l'indice Nasdaq-100, che contiene una concentrazione di titoli del settore tecnologico maggiore rispetto all'S&P 500, presenta una volatilità più elevata rispetto a quest'ultimo.

Proprio in tale settore, quindi, sono state selezionate le aziende sulle quali è proposta la vendita a ribasso. Non sono state considerate le big tech³⁷ poiché, oltre ad avere immense risorse, possiedono team di management estremamente competenti e ricavi impressionanti e con trend stabili da diversi anni. Sono invece state selezionate imprese con dimensioni minori, che operano in mercati ancora non del tutto affermati. Tali imprese hanno tutte ampie prospettive di crescita e puntano a rivoluzionare i mercati di riferimento; tuttavia, nella maggior parte dei casi hanno difficoltà a terminare il bilancio in pareggio e spesso presentano alti livelli di indebitamento.

Segue l'elenco e una breve descrizione delle imprese selezionate:

- **Uber**
Sviluppa e gestisce piattaforme dove vengono offerti diversi servizi, come: trasporto automobilistico privato, delivery, spedizioni e sharing di scooter e altri veicoli. È inoltre impegnata nello sviluppo e nella commercializzazione di veicoli a guida autonoma.
- **Rivian**
Casa automobilistica statunitense fondata nel 2009. Sviluppa veicoli, prodotti e servizi relativi al trasporto sostenibile. Attualmente produce pick-up e SUV elettrici ad uso privato e un Van commerciale ad uso business. Vanta un contratto con Amazon per la consegna di 100 000 veicoli, di cui solo 10 000 previsti per il 2022.

³⁶ Paragrafo 3.3

³⁷ Ad esempio i titoli FAAMNG

- **Shopify**
Società canadese che sviluppa e gestisce la sua piattaforma di e-commerce. Fornisce anche servizi di gestione degli ordini nei punti vendita attraverso Shopify POS e strumenti di marketing dedicati alle imprese. Riportano la presenza in 175 paesi e vendite per oltre \$200 miliardi³⁸.
- **Beyond Meat**
Azienda statunitense fondata nel 2009 produttrice di sostituti della carne e prodotti caseari di origine vegetale. Vende i propri prodotti attraverso il proprio e-commerce e alcune catene della grande distribuzione. Vanta collaborazioni con piccole e grandi catene di ristorazione, come Pizza Hut e Starbucks³⁹.
- **Snap Inc.**
Impresa americana che sviluppa e gestisce il servizio di social media Snapchat, oltre a produrre gli smartglas “Spectacles”. Gestisce anche i servizi pubblicitari legati al socialnetwork come Snap Ads e Strumenti Creativi Sponsorizzati, quali Obbiettivi Sponsorizzati e Geofiltri Sponsorizzati.
- **Tesla**
Società gestita dall’imprenditore Elon Musk che si occupa di produzione di automobili e generazione e stoccaggio di energia. Commercializza sul proprio sito i modelli S, 3, X e Y e servizi accessori, oltre al powerwall: un sistema di stoccaggio di energia domestico. Nonostante sia ormai entrata a far parte delle big tech affermate nel mercato, si ritiene che tesla sia scambiata a valori eccessivamente elevati, pertanto è stata inserita nella presente lista.

4.2.2 Titoli da acquistare a rialzo

In una fase di ribasso, i titoli che risentono meno degli umori degli investitori sono quelli che presentano utili solidi e costanti. Tra queste, infatti, sono state selezionate le imprese su cui si ritiene sia necessario investire per ottenere rendimenti superiori all’S&P 500 nel breve periodo, cercando di intercettare ulteriori trend che favoriscano i rendimenti.

Considerando innanzitutto la crescente inflazione sia del dollaro che dell’euro, si ritiene necessario investire in settori capaci di adeguare istantaneamente i prezzi. Tale caratteristica è tipica delle aziende che estraggono o producono commodities, il cui prezzo è determinato

³⁸ Fonte: it.shopify.com

³⁹ Fonte: beyondmeat.com/en-GB/food-service/

dal mercato. In particolare, si ritiene che il settore energetico sia estremamente attraente poiché è tra i principali responsabili del fenomeno inflazionistico, e ha già visto i prezzi alzarsi nell'ultimo anno con la ripresa economica. Pertanto, sono state selezionate due imprese del settore: la multinazionale americana Exxon Mobil, che si occupa di estrazione, lavorazione e trasporto di petrolio e gas naturale oltre alla produzione e vendita di prodotti petrolchimici, e la spagnola Iberdrola, leader nella produzione e distribuzione di energia prodotta da fonti rinnovabili e nucleari.

Sempre all'inflazione, sono legate le politiche restrittive annunciate dalle banche centrali, le quali sono intenzionate ad aumentare il costo del denaro. Come già dimostrato⁴⁰, l'aumento dei tassi di interesse da parte delle banche centrali favorisce il business bancario, che riesce ad aumentare il proprio margine di guadagno. Pertanto, si ritiene estremamente valido l'investimento nelle banche commerciali in particolare in quei paesi che hanno già effettuato un aumento dei tassi o che sono in procinto di aumentarli. Sono state selezionate in tale settore la statunitense Wells Fargo e la britannica HSBC, entrambe operano a livello globale e offrono i tipici servizi bancari come erogazione di prestiti, investimenti e gestione patrimoniale.

Un trend importante, da intercettare per ottenere profitti in un'ottica di più lungo periodo, riguarda la transizione energetica, sulle quali le istituzioni nazionali e sovranazionali stanno investendo molto. In particolare, in Europa, con il Next Generation EU, sono stati stanziati miliardi di euro per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili a favore di fonti rinnovabili e più sostenibili. Sono state identificate tre aziende che sfruttano questo trend attraverso tre approcci diversi:

- Rio Tinto

Impresa mineraria anglo-australiana operante in tutto il mondo. Si occupa di ricerca, estrazione, lavorazione e commercializzazione di numerose risorse naturali, tra le quali stanno acquistando sempre più rilevanza quelle indispensabili per la transizione energetica, come il litio per le batterie o il rame per gli impianti elettrici. La compagnia stessa, attraverso il CEO ha dichiarato la volontà di contribuire attivamente al business legato alla decarbonizzazione, e ha dichiarato "The race to net zero will also create additional demand for our commodities. And in many important applications, there are no alternatives to the commodities we produce"

⁴⁰ Argomento affrontato nel paragrafo 3.4.2

(Stausholm, 2021). Pertanto, data la crescente importanza del tema della sostenibilità e la posizione strategica dell'azienda nelle catene di approvvigionamento, si ritiene che il titolo possa beneficiare di tale trend in previsione di un aumento della domanda e quindi dei ricavi.

- First Solar

Azienda americana operante in tutto il mondo nel settore dell'energia solare. Progetta, produce e commercializza moduli solari fotovoltaici e si occupa anche della manutenzione di impianti propri o di terze parti. È tra i maggiori produttori di pannelli fotovoltaici, settore in ampia crescita (Feldman, Wu, & Margolis, 2021). Si ritiene che il titolo possa beneficiare degli investimenti istituzionali europei e americani per la realizzazione di nuovi impianti.

- EDP Renovables

Società Spagnola attiva in tutto il mondo nella produzione di energia elettrica rinnovabile attraverso energia idroelettrica, eolica, solare, delle maree, biomasse e impianti di rifiuti. È tra i maggiori produttori di energia eolica al mondo e ha ottenuto diversi riconoscimenti per la sua attenzione alla sostenibilità. Ci si aspetta maggiori investimenti per la produzione di energia rinnovabile richiesti dalle istituzioni.

4.3 Definizione del valore fondamentale dei titoli

Per la definizione del valore intrinseco, verranno analizzate singolarmente le imprese precedentemente elencate; verranno riportati i valori fondamentali più rilevanti e le stime di crescita degli analisti⁴¹. Il calcolo del valore attuale sarà effettuato attraverso il modello CAPM, che impone il calcolo del rendimento atteso per una singola azione come dato dal tasso risk free sommato al prodotto dell'indice di rischio β con il premio di rischio di mercato (Brealey, Myers, Allen, & Sandri, 2020).

Equazione 1

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Nel seguente paragrafo si utilizzerà il tasso risk free di 1,8% e il premio di rischio di mercato di 5,5%, dati di riferimento del 2021 negli USA (Fernandez, Bañuls, & Acin, 2021), l'indice

⁴¹ I dati di crescita degli analisti riportati nel capitolo saranno presi dalla piattaforma Ein Finance o dal sito ufficiale nasdaq.com

di rischio β verrà stimato per ogni singola azienda, sulla base delle variazioni mensili negli ultimi 5 anni⁴².

4.3.1 Uber Technologies Inc

Il titolo ha quotato \$43,95 al 31 dicembre 2021, ultima giornata di contrattazioni dell'anno. Nonostante il fatturato crescente ad eccezione del 2020, negli ultimi 8 anni è riuscita a chiudere il bilancio in positivo solo una volta nel 2018, andando a registrare l'anno seguente la maggiore perdita nel periodo selezionato, pari a -8,51 miliardi di dollari a fronte di un fatturato di 13 miliardi⁴³. Data la mancanza di utili, l'impresa si sostiene grazie ai finanziamenti di capitale degli azionisti. Pertanto, il valore dell'azione è dato esclusivamente dell'entusiasmo e dalle aspettative di crescita futura. Gli analisti prevedono un 2022 chiuso ancora in perdita, con EPS pari -0,67, dal 2023 si prevedono i primi risultati positivi (+0,16) che giungeranno nel 2026 a generare EPS per 2,46. Si ipotizza, poi, una crescita del 8% annuo per i successivi 5 anni, e un rapporto P/E di 25 al termine del periodo. L'indice β risulta pari a 1,31, da cui si ricava un tasso di attualizzazione del 9,00% e un valore intrinseco dell'azione di \$36 il 17,3% in meno del prezzo di inizio anno.

4.3.2 Rivian Automotive Inc

Il titolo della casa automobilistica quota \$102,72 al termine del 2021 e il fatturato ha registrato un trend estremamente negativo: dal 2019 non ha mai generato entrate, ottenendo esclusivamente perdite crescenti che nel 2021 ammontano a -4,69 miliardi di dollari. Con una capitalizzazione di oltre 92 miliardi, supera altre case automobilistiche come General Motors, BMW e Stellantis, tutti colossi del settore che generano ogni anno diversi miliardi di utili. Rivian, invece, ha consegnato il suo primo veicolo a settembre 2021, concludendo l'anno a poco più 1000 consegne. Con l'apertura di uno stabilimento produttivo in Georgia, la società prevede di raggiungere una capacità produttiva di 600 000 veicoli annui; ipotizzando riesca a vendere tutto ciò che produce e che riesca ad ottenere da subito un margine di profitto del 10%⁴⁴, si ottengono profitti pari a \$4,2 miliardi pari a \$4,66 per azione. Il titolo è quotato in borsa da meno di un anno, pertanto, non è possibile stimare l'indice β ; tuttavia, si può approssimare la rischiosità del titolo comparandolo ad altre imprese innovative del settore automobilistico, come Tesla o Workhorse, che presentano

⁴² Tutti gli indici β riportati nel capitolo sono stati estratti dalle stime di Yahoo Finance

⁴³ I prezzi e i valori di bilancio presenti nel capitolo sono ricavati dal confronto di tre piattaforme: investing.com; Yahoo Finance e TIKR Terminal

⁴⁴ In linea con i valori dei concorrenti

entrambe un β maggiore a 2: si stima, dunque, un tasso di attualizzazione pari a 12,8%. Se si ipotizza anche una modesta crescita dei ricavi pari al 5% e un P/E a 10 anni di 25, si ottiene un valore attuale di circa \$54 pari al 48% in meno del prezzo iniziale.

4.3.3 Shopify Inc

Il prezzo con cui il titolo ha aperto le contrattazioni nel 2022 è stato \$1 363,14. I bilanci, negativi fino al 2019 riportano dei ricavi in crescita esponenziale negli ultimi due anni riportando nel 2021 profitti per \$2,91 miliardi. Tuttavia, viene scambiato a prezzi elevati: infatti, al 31 dicembre 2021 presenta un rapporto prezzo/utili (P/E) pari a 51, di gran lunga superiore alla media del mercato⁴⁵. Dopo la grande crescita degli ultimi anni che ha portato gli EPS a 22,91, è previsto un rallentamento che determinerà un loro dimezzamento; successivamente le previsioni indicano una prosecuzione della crescita, che porterà gli utili per azione a \$28,79 nel 2024. L'indice β del titolo si attesta a 1,62, determinando un rendimento atteso del 10,71% annuo. Ipotizzando una generosa crescita degli utili per azione per il lungo periodo, pari al 15% annuo, si ottiene una valutazione di circa \$690 il 49% in meno del suo prezzo.

4.3.4 Beyond Meat Inc

Questo titolo quota al 31 dicembre 2021 \$64,87 e l'impresa presenta un fatturato crescente che nel 2021 ammonta a quasi \$465 milioni ma non ha mai riportato utili, che nello stesso anno ammontano a -182 milioni. La società riporta anche un pesante indice di indebitamento, pari a 873, prevalentemente a lungo termine, che pesano sulla profittabilità e aumentano il rischio specifico. Le previsioni affermano che anche gli EPS dei prossimi due anni avranno il segno negativo, attestandosi a -2,84 e -1,93, in quanto la società è concentrata sulla crescita del fatturato, che ci si aspetta possa crescere oltre al 20% annuo, e sugli investimenti in capacità produttiva e ricerca e sviluppo. Ipotizzando una crescita di fatturato del 20% fino al 2026 e del 10% per gli anni successivi si ottiene un fatturato che raggiunge i \$2 miliardi di dollari nel 2032. Poiché non sono previsti utili né per l'anno corrente né per quelli futuri, posso essere fate esclusivamente delle stime della profittabilità futura; ipotizzando che l'impresa riesca ad ottenere un margine di profitto netto del 10% e un rapporto P/E di 25, leggermente più elevato della media data la natura tecnologica dell'impresa e le potenzialità di crescita, si ottiene un valore azionario di circa \$82, che attualizzato al 10,66% ($\beta= 1.61$) determina un valore attuale di \$30, il 54% in meno del prezzo iniziale.

⁴⁵ P/E medio dell'S&P 500 analizzato nel paragrafo 3.3

4.3.5 Snap Inc

Il titolo quota \$46,59 all'inizio del 2022 e, come le precedenti aziende, riporta un fatturato crescente ma anche delle perdite sistematiche, che tuttavia sono in decrescita dal 2017. Gli analisti prevedono una chiusura negativa anche per il 2022, con utili per azione pari a -0,29, per poi andare in positivo l'anno successivo e chiudere il 2026 con EPS di 2,45. L'indice β è pari a 1,09 che determina un tasso di attualizzazione di 7,80%. Ipotizzando una modesta crescita nel lungo periodo, pari al 5%, si ottiene un valore attuale di \$29, se si considera un P/E a 10 anni di 20, e \$36 con un P/E di 25, entrambi i valori comportano una svalutazione di oltre il 20% dal prezzo iniziale

4.3.6 Tesla Inc

Tesla ha aperto l'anno con una quotazione di \$1199,78, dal 2019 riporta utili cresciuti a ritmi impressionanti e giunti nel 2021 a \$5,52 miliardi. L'azienda ha previsioni di crescita sbalorditive ed è molto apprezzata dagli investitori, il che porta il prezzo a livelli molto elevati: infatti, ha un rapporto prezzo utili pari a 345,17 al 31 dicembre 2021. Si stima che gli EPS possano raggiungere i 20 entro il 2025, per poi proseguire la crescita al 20% annuo nel lungo periodo. Nelle stime è stato considerato un P/E a 10 anni elevato, pari a 30, dato il valore del brand e le sue capacità di crescita. L'indice β del titolo è pari a 2,09 a causa dei grandi movimenti di mercato che l'hanno caratterizzato negli ultimi anni, che porterebbe il tasso di attualizzazione a 13,30%, valore evidentemente alto e che influenza particolarmente la valutazione del titolo portandola a soli \$460. Tuttavia, anche considerando un tasso di attualizzazione del 10%, più favorevole all'azienda, si ottiene un valore di gran lunga inferiore al prezzo di mercato: ovvero \$625

4.3.7 Exxon Mobil Corp

Il titolo ha aperto il 2022 quotando \$63,54 e si caratterizza per un utile e un fatturato stabili, ad eccezione del 2020, e rapporto P/E di 16,33, al di sotto della media di mercato. La società inoltre rilascia sistematicamente dividendi ogni trimestre per un valore di \$0.88 per azione, pari a \$3.52 annui. L'azienda ha riportato una sostanziale crescita degli EPS tra il 2021 e il 2022, che sono passati da \$5,39 a \$9,08; tuttavia gli analisti prevedono una decrescita che li porterà a 6,75 nel 2026, si ipotizza, poi, una crescita di lungo periodo del 5%. Per quanto riguarda la crescita dei dividendi, si prevede una prosecuzione del trend degli anni precedenti, intorno al mezzo punto percentuale annuo. L'indice beta risulta essere pari a 1,16, che comporta un tasso di attualizzazione di 8,18% e quindi un valore di circa \$83, dato

dalla somma del valore attuale dei dividendi e del prezzo a 10 anni stimato con un P/E pari a 15. Pertanto, il titolo risulta sottovalutato del 30%.

4.3.8 Iberdrola

Il titolo era quotato a inizio anno a €10,45 e l'azienda ha registrato un fatturato costante da diversi anni che si aggira tra i 30 e i 35 miliardi di euro, con un utile in crescita che nel 2020 è arrivato a €3,61 miliardi. Il rapporto P/E risulta pari a 18,11. Nel 2021 gli utili per azione risultano €0,58, ed è prevista una crescita che li porterà a 0,77 entro il 2025⁴⁶, per poi proseguire la crescita al 10% annuo. L'azienda rilascia dividendi semestralmente, che nel 2021 hanno ammontato a €0.35; si prevede una crescita nei prossimi anni poco superiore al 5% in modo da mantenere il tasso di retention rate dell'azienda intorno al 40%. L'indice β stimato per il titolo risulta 0.54, che comporta un generoso tasso di attualizzazione di 4,77%; ipotizzando un P/E a 10 anni che ritorni alla media di mercato (15), si ottiene un valore attuale per il titolo pari a €16,50 il 58% in più del suo prezzo.

4.3.9 Wells Fargo & Company

Le azioni della compagnia sono valutate a \$50,73 al 31 dicembre 2021 e l'impresa ha mostrato un fatturato crescente, arrivato a oltre 100 miliardi di dollari, fino allo scoppio della pandemia, in seguito il fatturato si è ridotto di quasi 20 miliardi; l'utile, invece, è stato impattato in minor misura in quanto, dopo un 2020 sotto le righe, è tornato in linea con i valori pre-pandemici intorno ai 20 miliardi, registrando un rapporto P/E di 11,45. Le stime degli EPS prevedono il passaggio da 4,81 del 2021 a 6,05 nel 2024 per poi proseguire una crescita di lungo periodo del 5% annuo. L'azienda distribuisce dividendi, i quali sono stati drasticamente ridotti a seguito della pandemia, nel 2021 sono stati distribuiti dividendi per \$0,60 ad azione e per il 2022 sono previsti \$1,00; ci si aspetta che possa tornare ai livelli pre-pandemici nel 2024 a 1,92 per poi proseguire la crescita al ritmo precedente alla pandemia, che li porterà a oltre 3,00 tra dieci anni. L'indice β registrato ammonta a 1,15, che determina un tasso di attualizzazione dell'8,13% e quindi un valore intrinseco di quasi \$61, il 20% in più del suo prezzo a inizio anno, considerando un P/E a 10 anni pari a 12.

4.3.10 HSBC Holdings PLC

Il titolo è quotato a inizio 2022 a \$30,45 alla borsa di New York e il fatturato e utili sono abbastanza stabili, anche se variabili: come altre banche, a seguito della pandemia HSBC ha diminuito il fatturato di circa 20 miliardi, che nel 2021 si attesta a 80 miliardi di dollari con

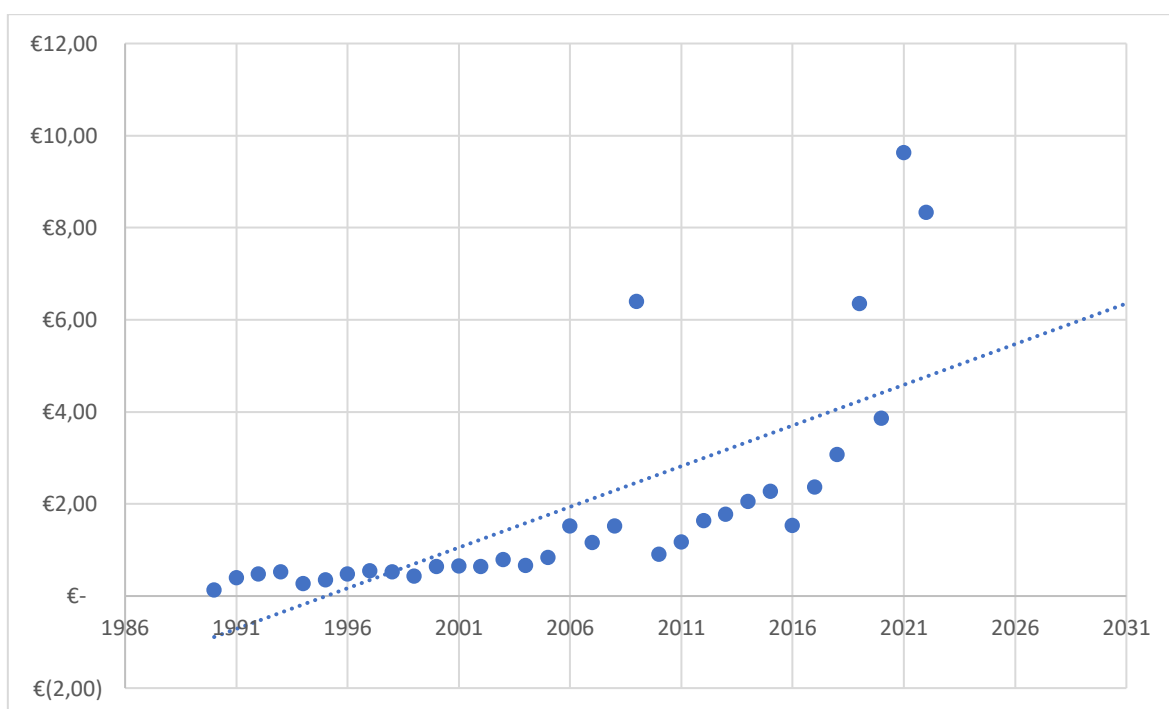
⁴⁶ Stime di crescita estratte dalla piattaforma Orbis

un fatturato di quasi 14 miliardi. Il rapporto tra prezzo e utili è pari a 10,18, con EPS nel 2021 pari a 3,10; le stime indicano il raggiungimento di 4,17 entro il 2025 per poi proseguire la crescita nel lungo periodo al 5%. Come per Wells Fargo, anche HSBC ha tagliato i dividendi in seguito alla pandemia, nel 2021 sono stati distribuiti \$1,09 per azione e per il 2022 sono stati annunciati \$1,25; si stima che possano raggiungere i \$2,08 nel 2030 in modo da mantenere un tasso di ritenzione degli utili di circa il 60%. L'indice β è stimato a 0,58, che porta al generoso tasso di attualizzazione di 4,99%; per cui la somma del valore attuale dei dividendi e del prezzo futuro del titolo, ipotizzando un rapporto P/E di 10, ammonta a circa \$48, il 57% in più del prezzo di mercato

4.3.11 Rio Tinto Ltd

Il titolo quota \$66,73 al 31 dicembre 2021 alla borsa di New York e il fatturato è in costante crescita da 6 anni, e nel 2021 è arrivato a 63 miliardi di dollari a fronte di oltre 20 miliardi di utile. Gli utili per azione sono cresciuti nel 2021, arrivando a 12,95; nel 2022 è previsto l'inizio di una loro riduzione che li porterà nel 2024 a 8,38 per poi tornare a crescere per arrivare intorno ai 10,50 nel 2030. I dividendi degli ultimi anni sono stati molto variabili, passando da 3,07 nel 2018 a 6.35, 3.86, 9.63 e 8.33 negli anni successivi; pertanto, per stimare il loro andamento nei prossimi 10 anni, sono stati analizzati i dividendi degli ultimi 30 anni per individuare un trend di crescita riportato nel seguente grafico.

Figura 87, Storico dividendi Rio Tinto, fonte dati: nasdaq.com



L'indice β del titolo è stimato a 0,55, che porta il tasso di attualizzazione a 4,83%. Ipotizzando che mantenga un rapporto P/E pari a 6 nei prossimi 10 anni, si ottiene un valore attuale del titolo pari a \$87, il 30% in meno del suo valore a inizio anno.

4.3.12 First Solar Inc

Il titolo di questa società viene scambiato alla chiusura dei mercati del 31 dicembre 2021 a \$88,58 e il fatturato è abbastanza stabile con valori prossimi ai 3 miliardi di dollari, l'utile netto è stato più altalenante, avendo chiuso qualche anno in perdita; tuttavia, dal 2020 ha chiuso ogni trimestre in positivo dando maggiori segni di stabilità. Il rapporto P/E registrato al 31 dicembre è pari a 20,56. Gli EPS previsti per il 2022 sono di 0,39, ma ci si attende una notevole crescita che li porterà a 4,60 nel 2025, per poi proseguire con una crescita di lungo periodo del 15% annuo. L'impresa non rilascia dividendi, pertanto il suo valore è attribuito esclusivamente alla crescita del valore azionario attesa. L'indice β risulta 1,36 che determina un tasso di attualizzazione del 9,28%; ipotizzando un rapporto P/E a 10 anni pari a 20, si ottiene un valore attuale di \$88, l'azienda risulta pertanto correttamente valutata dal mercato, se invece si considera un P/E di 25, giustificato dalla natura tecnologica della società, si ottiene un valore attuale di quasi \$110, il 24% in più.

4.3.13 EDP Renovaveis

Il titolo è scambiato all'apertura dei mercati nel 2022 a €22,02 e l'impresa riporta fatturato e utili in crescita, che si attestano rispettivamente a 1,76 miliardi di euro e 655 milioni, ottenendo l'elevato rapporto prezzo utili di 31,45. Nel 2022 è prevista una riduzione degli EPS a 0,59, ma già dall'anno seguente si prevede una crescita che li porterà a 0,84 nel 2025⁴⁷, per poi proseguire la crescita al 10% annuo. La società ha rilasciato dividendi per €0,08 nel 2021 ed è prevista una loro crescita, in linea con l'andamento storico, che li porterà a €0,23 nel 2030, mantenendo un tasso di ritenzione degli utili sopra l'80%. L'indice β di questo titolo è stimato a 0,44, che determina un tasso di attualizzazione del 4,22% e un valore attuale di quasi €26, considerando una diminuzione del rapporto P/E a 25. Pertanto, il titolo risulta sottovalutato del 18%.

4.4 Valutazione del risultato dell'investimento in una situazione di tassi crescenti

Come già annunciato in precedenza⁴⁸, le principali banche centrali del mondo hanno già iniziato ad attuare una politica monetaria restrittiva: hanno iniziato ad alleggerire i propri

⁴⁷ Stime di crescita estratte dalla piattaforma Orbis

⁴⁸ Paragrafo 3.4.2

bilanci e hanno alzato i tassi di interesse o sono in procinto di farlo. Tale manovra ha una grande ripercussione sui mercati finanziari, in quanto determina un innalzamento del tasso di interesse dei titoli di stato, i quali vengono presi come riferimento come tasso risk free.

Pertanto, un innalzamento dei titoli di stato comporta un innalzamento di tutti i tassi di interesse considerati nei mercati finanziari e del costo generale del denaro; quindi, anche i tassi di attualizzazione che sono stati utilizzati nel calcolo del valore dei titoli precedentemente esposti.

Sono riportate di seguito le tabelle che illustrano il calcolo del valore attuale dei titoli precedenti, nelle quali si trovano tre diversi valori attuali calcolati con l'attuale tasso risk free e con una maggiorazione di 1,5% e 2%.

Tabella 1, Attualizzazione delle aziende tecnologiche

Anno	Uber	Rivian	Shopify	Beyond Meat	Snap	Tesla	First solar
2022	\$ -0.67	\$ 4.66	\$ 10.31		\$ -0.29	\$ 10.89	\$ 0.39
2023	\$ 0.16	\$ 4.90	\$ 16.08		\$ 0.15	\$ 14.56	\$ 2.41
2024	\$ 0.97	\$ 5.14	\$ 28.79		\$ 0.84	\$ 17.99	\$ 4.28
2025	\$ 1.48	\$ 5.40	\$ 33.11		\$ 1.44	\$ 20.67	\$ 4.60
2026	\$ 2.46	\$ 5.67	\$ 38.07		\$ 2.45	\$ 24.85	\$ 5.29
2027	\$ 2.65	\$ 5.95	\$ 43.78		\$ 2.57	\$ 29.89	\$ 6.08
2028	\$ 2.86	\$ 6.25	\$ 50.35		\$ 2.70	\$ 35.94	\$ 7.00
2029	\$ 3.09	\$ 6.56	\$ 57.90		\$ 2.83	\$ 43.22	\$ 8.05
2030	\$ 3.34	\$ 6.89	\$ 66.59		\$ 2.98	\$ 51.97	\$ 9.25
2031	\$ 3.44	\$ 7.24	\$ 76.58	\$ 3.28	\$ 3.04	\$ 54.05	\$ 10.64
PE	25	25	25	25	25	30	25
i	9.01%	12.80%	10.71%	10.66%	7.80%	10.00%	9.28%
i+1,5%	10.51%	14.30%	12.21%	12.16%	9.30%	11.50%	10.78%
i+2%	11.01%	14.80%	12.71%	12.66%	9.80%	12.00%	11.28%
VA i	\$ 36.31	\$ 54.24	\$ 692.13	\$ 29.76	\$ 35.88	\$ 625.16	\$ 109.52
VA i+1.5%	\$ 31.67	\$ 47.52	\$ 604.98	\$ 26.01	\$ 31.25	\$ 545.97	\$ 95.56
VA i+2%	\$ 30.27	\$ 45.50	\$ 578.67	\$ 24.88	\$ 29.85	\$ 522.08	\$ 91.35

Tabella 2, attualizzazione delle aziende "value" (1)

Anno	Exxon Mobil			Iberdrola			Wells Fargo		
	EPS	Dividendi	TOT	EPS	Dividendi	TOT	EPS	Dividendi	TOT
2022	\$ 9.08	\$ 3.52		0.65 €	0.37 €		\$ 4.20	\$ 1.00	
2023	\$ 7.72	\$ 3.54		0.71 €	0.39 €		\$ 5.14	\$ 1.67	
2024	\$ 7.03	\$ 3.56		0.75 €	0.41 €		\$ 6.05	\$ 1.92	
2025	\$ 6.43	\$ 3.58		0.77 €	0.44 €		\$ 6.35	\$ 2.05	
2026	\$ 6.75	\$ 3.60		0.85 €	0.46 €		\$ 6.67	\$ 2.20	
2027	\$ 7.08	\$ 3.62		0.93 €	0.49 €		\$ 7.00	\$ 2.35	
2028	\$ 7.44	\$ 3.64		1.02 €	0.52 €		\$ 7.35	\$ 2.52	
2029	\$ 7.81	\$ 3.66		1.13 €	0.55 €		\$ 7.72	\$ 2.69	
2030	\$ 8.20	\$ 3.68		1.24 €	0.58 €		\$ 8.11	\$ 2.88	
2031	\$ 8.61	\$ 3.71		1.36 €	0.61 €		\$ 8.51	\$ 3.08	
PE	15			15			12		
i	8.18%			4.77%			8.13%		
i+1,5%	9.68%			6.27%			9.63%		
i+2%	10.18%			6.77%			10.13%		
VA i	\$ 58.83	\$ 23.95	\$ 82.79	12.84 €	3.68 €	16.52 €	\$ 46.77	\$ 14.07	\$ 60.84
VA i+1.5%	\$ 51.26	\$ 22.41	\$ 73.67	11.14 €	3.40 €	14.54 €	\$ 40.75	\$ 13.03	\$ 53.78
VA i+2%	\$ 48.99	\$ 21.92	\$ 70.91	10.63 €	3.32 €	13.94 €	\$ 38.94	\$ 12.70	\$ 51.64

49

Tabella 3, attualizzazione delle aziende "value" (2)

Anno	HSBC			Rio Tinto			EDP Renovaveis		
	EPS	Dividendi	TOT	EPS	Dividendi	TOT	EPS	Dividendi	TOT
2022	\$ 3.26	\$ 1.25		\$ 12.37	\$ 8.33		0.59 €	0.09 €	
2023	\$ 3.58	\$ 1.43		\$ 9.12	\$ 5.15		0.66 €	0.10 €	
2024	\$ 3.97	\$ 1.64		\$ 8.38	\$ 5.30		0.72 €	0.11 €	
2025	\$ 4.17	\$ 1.89		\$ 9.47	\$ 5.45		0.84 €	0.13 €	
2026	\$ 4.38	\$ 1.92		\$ 9.66	\$ 5.61		0.92 €	0.14 €	
2027	\$ 4.60	\$ 1.96		\$ 9.85	\$ 5.77		1.02 €	0.16 €	
2028	\$ 4.83	\$ 2.00		\$ 10.05	\$ 5.94		1.12 €	0.18 €	
2029	\$ 5.07	\$ 2.04		\$ 10.25	\$ 6.11		1.23 €	0.21 €	
2030	\$ 5.32	\$ 2.08		\$ 10.46	\$ 6.29		1.35 €	0.23 €	
2031	\$ 5.59	\$ 2.12		\$ 10.66	\$ 6.47		1.49 €	0.26 €	
PE	10			6			25		
i	4.99%			4.83%			4.22%		
i+1,5%	6.49%			6.33%			5.72%		
i+2%	6.99%			6.83%			6.22%		
VA i	\$ 34.33	\$ 13.89	\$ 48.21	\$ 39.94	\$ 47.14	\$ 87.09	24.61 €	1.25 €	25.86 €
VA i+1.5%	\$ 29.79	\$ 12.85	\$ 42.64	\$ 34.65	\$ 43.92	\$ 78.57	21.33 €	1.14 €	22.47 €
VA i+2%	\$ 28.42	\$ 12.53	\$ 40.95	\$ 33.07	\$ 42.92	\$ 75.98	20.35 €	1.11 €	21.46 €

È possibile notare come i titoli tecnologici, riportati nella prima tabella, subiscono le maggiori svalutazioni a causa dell'aumento dei tassi, mentre le aziende "value", nella seconda e terza tabella, resistono meglio, anche grazie alla presenza dei dividendi. I valori ottenuti per le imprese tecnologiche con l'aumento dei tassi evidenziano un'ancora più evidente sopravvalutazione dei relativi titoli, rinforzando la posizione che vede una vendita a ribasso come un'opportunità per ottenere rendimenti positivi. Anche le aziende presenti nelle altre due tabelle risentono dell'aumento dei tassi di interesse; tuttavia, la distribuzione

⁴⁹ I P/E riportati nelle tabelle sono le proiezioni a dieci anni utilizzate per il calcolo del valore attuale

di dividendi in epoche più vicine al presente riduce la svalutazione data dal loro rialzo. Infatti, il loro valore non è dato esclusivamente dal ricavo attualizzato dato dalla vendita dei titoli dopo dieci anni, ma sono presenti altri flussi di cassa intermedi che contribuiscono ad esso.

La riduzione del valore intrinseco delle aziende dette “value” riduce il margine di sicurezza dato dalla loro sottovalutazione, e in alcuni casi porta a una corretta valutazione del titolo. Tale fenomeno porta a una riduzione dei possibili rendimenti, che tuttavia si ritiene rimangano positivi e comportino comunque un’ottima opportunità di investimento nel breve periodo. La strategia di investimento proposta, quindi, rimane valida anche in un contesto nel quale il tasso di interesse risk free aumenti di 150 o 200 punti base a seguito dei rialzi dei tassi da parte della FED.

4.5 Conclusioni

L’analisi macroeconomica esposta nel precedente capitolo ha condotto all’individuazione di diversi trend che, se sfruttati adeguatamente, rappresentano una grande opportunità di guadagno e per ottenere rendimenti superiori a quelli di mercato.

Nel presente capitolo, infatti, sono stati analizzati i trend con un’ottica di investimento e ricercando le opportunità di guadagno. Sono state suggerite le aziende che subiranno maggiormente il colpo del rialzo dei tassi di interesse, e quelle che potranno beneficiare maggiormente dalla situazione macroeconomica e politica.

Questi titoli sono stati anche oggetto di valutazione tramite le stime riportate nei principali siti di informazione finanziaria, ottenendo un’approssimazione del loro valore intrinseco. Quest’ultimo può essere considerato come valore di uscita nei vari investimenti, tuttavia, è necessario aggiornare continuamente le valutazioni, per intercettare i cambiamenti nei parametri fondamentali delle aziende, e avere anche un occhio di riguardo per gli umori degli investitori, che possono influenzare notevolmente il prezzo di mercato dei titoli, allontanandoli dai parametri fondamentali.

L’aumento del costo del denaro impatterà le valutazioni dei titoli riportati, ma non è ancora dato sapere a quanto ammonterà con precisione tale rialzo, per questo motivo sono state riportate le valutazioni considerando due diversi aumenti del tasso risk free. È necessario avere un particolare occhio di riguardo per tali aumenti, in quanto modificano sensibilmente la profittabilità degli investimenti e possono far dissolvere l’appetibilità di alcuni di essi.

5 Conclusioni

La tesi ha mostrato come viene definita una strategia di investimento, sfruttando la teoria del Value Investing, che prevede l'acquisto di titoli a sconto e la vendita di titoli sopravvalutati. È stato illustrato come le chiusure dovute alle restrizioni hanno limitato alcuni business e ne hanno beneficiato altri andando a creare un'economia che corre a due velocità diverse. Le imprese che hanno performato meglio durante la pandemia, quelle tecnologiche, sono state favorite anche dalle politiche monetarie intraprese dalle banche centrali, le quali hanno abbassato drasticamente il costo del denaro gonfiando le valutazioni delle imprese volte alla crescita. Tuttavia, è stato illustrato come l'inflazione generata dagli interventi istituzionali, e le misure che ci si aspetta vengano prese per contenerla, possono andare a penalizzare queste stesse aziende, andando a rivalutare il loro valore azionario.

Il trend negativo previsto per le imprese tecnologiche, in particolare per quelle che non generano ricavi stabili, è accompagnato da molteplici indicatori di sopravvalutazione generale del mercato azionario come l'indice di sovra-rendimenti degli anni recenti, il rapporto P/E confrontato con la media storica e il Buffet Indicator. Dopo più di un anno e mezzo di costante rialzo, è dunque lecito aspettarsi un periodo di rintracciamento dei maggiori indici finanziari e un ritorno alla media degli indicatori citati in precedenza.

Tale rintracciamento, a seguito dell'analisi portata avanti nei primi capitoli, può essere allocato temporalmente in concomitanza con il rialzo dei tassi di interesse della FED, annunciati per i primi mesi del 2022. La precedente previsione è sostenuta dalla reazione del mercato finanziario ai rialzi dei tassi di interesse del 2018, e ci si aspetta un comportamento simile da parte dei principali indici mondiali. L'inversione di tendenza attesa nel 2022 va a modificare l'umore degli investitori sul futuro e quindi le loro prospettive sui rendimenti attesi e sulle valutazioni dei titoli, come afferma la teoria della finanza comportamentale. Tale movimento di mercato può essere sfruttato in due occasioni: la prima, e più rischiosa, quando l'ottimismo ancora prevale nel mercato in modo da vendere a ribasso i titoli, la seconda quando il pessimismo giunge al culmine e i titoli sono più sottovalutati in modo da beneficiare della seguente risalita delle quotazioni.

Grazie all'analisi macroeconomica e all'individuazione di trend quali la sopravvalutazione dei titoli tecnologici, gli ingenti investimenti previsti per la transizione energetica e il rialzo dei tassi di interesse che va a beneficiare il settore bancario, possono essere selezionate facilmente le imprese da inserire nel proprio portafoglio in modo da ottenere rendimenti

maggiori rispetto all'S&P 500. Attraverso i parametri del CAPM sono state valutate le aziende per trovare la loro corretta valutazione e operare con il fine di ottenere un guadagno dalla correzione attesa. Viene prevista la vendita al ribasso di titoli tecnologici come Rivian e Shopify, mentre titoli legati al settore energetico e bancario, come Exxon Mobil e HSBC sono proposti come validi investimenti, anche in un'ottica di più lungo termine rispetto alle altre operazioni.

Un investitore che avesse sfruttato il campione di aziende selezionato⁵⁰ e avesse costruito un portafoglio attribuendo lo stesso peso a ciascun titolo, avrebbe ottenuto un rendimento complessivo da inizio anno al 13 maggio 2022 del +24,74%; nello stesso periodo, la prestazione dell'S&P 500 è stata del -16,11%. L'investitore avrebbe ottenuto un sovrarendimento del 40,85% sul principale indice finanziario americano, spinto dalle operazioni a ribasso nei titoli tecnologici che hanno ottenuto performance complessive di +53,93% da inizio anno. I rendimenti delle operazioni a rialzo, invece, sono stati praticamente nulli (-0,29%), tale risultato si pensa sia dovuto principalmente dal pessimismo che si è diffuso tra gli investitori nei primi mesi dell'anno.

Il ribasso degli indici finanziari ha dunque uguagliato il drawdown verificatosi nel 2018 e il rapporto P/E dell'S&P 500 è tornato in linea con i livelli medi degli ultimi 20 anni (19,90⁵¹); si ritiene, dunque, che un nuovo punto di inversione della tendenza possa essere alle porte. L'investitore potrebbe decidere in questa sede di concludere le operazioni a ribasso più profittevoli e trasferire i capitali sui titoli che hanno perso terreno, in modo da ribilanciare il portafoglio e abbassare il prezzo medio di acquisto dei titoli; altrimenti, in caso ci si aspetti che il ribasso possa continuare ancora, si potrebbe allocare il capitale in titoli liquidi e a basso rischio per proteggersi dall'inflazione e aspettare ulteriori segnali di inversione di tendenza come un rallentamento dell'inflazione o annunci sui tassi di interesse della FED.

⁵⁰ Paragrafo 4.2

⁵¹ Fonte: multpl.com

Bibliografia

- Aina, C. (2021). Who lost the most? Distributive effects of the Covid-19 pandemic. Inapp.
- Banca D'Italia. (2021, maggio 31). Relazione annuale sul 2020 in sintesi. Retrieved from [bancaditalia.it: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/sintesi/index.html](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/sintesi/index.html)
- Barrero, J., Bloom, N., & Davis, S. (2021). Why working from home will stick. National Bureau of Economic Research.
- BCE. (2020, marzo 18). ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Retrieved from [ecb.europa.eu: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html)
- BCE. (2021, Novembre 16). Perché al momento l'inflazione è così elevata? Retrieved from [Ecb.europa.eu: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/high_inflation.it.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/high_inflation.it.html)
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F., & Sandri, S. (2020). Principi di finanza aziendale (ottava edizione ed.). McGraw-Hill Education.
- Buffett, W. (1984). The superinvestors of Graham-and-Doddsville. (pp. 4-15). Hermes.
- Clarida, R., Duygan-Bump, B., & Scotti, C. (2021). The COVID-19 Crisis and the Federal Reserve's Policy Response. SSRN.
- Consob. (2015, maggio 17). Lo scoppio della bolla delle c.d. dotcom. Retrieved from [Consob.it: https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom](https://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom)
- Consob. (2021). Gli investimenti ai tempi del covid. Retrieved from [consob.it: https://www.consob.it/documents/46180/46181/investimenti_covid.pdf/b75d5a6b-90a8-44b4-a950-f9f25d489149#:~:text=I%20dati%20ISTAT%20per%20il,nel%202020%E2%80%902021%C2%BB](https://www.consob.it/documents/46180/46181/investimenti_covid.pdf/b75d5a6b-90a8-44b4-a950-f9f25d489149#:~:text=I%20dati%20ISTAT%20per%20il,nel%202020%E2%80%902021%C2%BB)).
- Cornell, B., Gerger, R., Jarrell, G., & Canessa, J. (2021). Inflation, Investment and Valuation. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 1-13.

- De Vincenzo, D. (2020). Pandemia COVID-19 e crisi petrolifera. Documenti geografici, 185-198.
- Feldman, D., Wu, K., & Margolis, R. (2021). H1 2021 Solar Industry Update. National Renewable Energy Lab. (NREL).
- Fernandez, P., Bañuls, S., & Acin, P. (2021). Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 88 countries in 2021. Social Science Research Network.
- Graham, B. (2003). The Intelligent Investor (Quarta edizione ed.). HarperCollins Publishers Inc.
- Guo, H., Lin, Q., & Pai, Y.-J. (2021). On the Stock Market Variance-Return or Price Relations: A Tale of Fear and Euphoria. University of Cincinnati.
- Istat. (2020, maggio 5). Trasporto aereo: andamento e scenari. Retrieved from istat.it: <https://www.istat.it/it/files//2020/05/Trasporto-aereo.pdf>
- Joint WHO-China Study. (2021, marzo 30). WHO-convened Global Study of Origins of SARS-CoV-2. Retrieved from who.int: <https://www.who.int/publications/i/item/who-convened-global-study-of-origins-of-sars-cov-2-china-part>
- LaBelle, J., & Santacreu, A. (2022). Global Supply Chain Disruptions and Inflation During the COVID-19 Pandemic. Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
- Lo, A. (2007). Efficient markets hypothesis. SSRN.
- Malkiel, B. (1973). A random walk down wall street. W. W. Norton & Company, Inc.
- Mamone, D., & Giampiero, C. (2021). Covid e dintorni : dalle cicatrici emotive, alla ricostruzione della socialità. Unsic.
- Mishkin, F., Eakins, S., & Beccalli, E. (2019). Istituzioni e mercati finanziari (nona edizione ed.). Pearson Italia.
- OECD. (2021). Economic Outlook, Volume 2021 Issue 2. OECD Publishing.
- Pace, N. (2021). The Great Lockdown: risposte di politica economica. Università degli studi di Teramo.

- Powell, J. (2021, Settembre 22). Chair Powell's Press Conference. Transcript of Chair Powell's Press Conference.
- Romagnani, P., & al. (2020). The COVID-19 infection: lessons from the Italian experience. *Journal of public health policy*.
- Scicchitano, S. (2021). Covid-19 e mercato del lavoro italiano: vecchie e nuove disuguaglianze. Inapp.
- Siegel, L., Kroner, K., & Clifford, S. (2001). The greatest return stories ever told. *The Journal of Investing*, pp. 91-102.
- Stausholm, J. (2021, ottobre 20). What the energy transition means for our business. Retrieved from riotinto.com: <https://www.riotinto.com/news/stories/what-the-energy-transition-means>
- Tanner, G. (2021). *The Buffett Indicator: An International Examination*. Texas State University.
- Velavan, T., & Meyer, C. (2020). The COVID-19 epidemic. *Tropical medicine & international health*.
- Visco, I. (2021, dicembre). Pandemia, inflazione e politica monetaria. *Moneta e Credito*.
- Worobey, M. (2021). Dissecting the early COVID-19 cases in Wuhan. *Science*, 1202-1204.
- Wright, W., & Bower, G. (1992, Luglio). Mood effects on subjective probability assessment. *Organizational behavior and human decision processes*, 276-291.
- Yan, B., Logan, S., Andy, T., & Tony, Z. (2020). Analysis of the Effect of COVID-19 on the stock market and investing strategies. SSRN.
- Yilmazkuday, H. (2021). COVID-19 effects on the S&P 500 index. Florida International University.
- Zainuddin, A. (2021). The impacts of covid-19 pandemic on the global semiconductor industry. Manipal International University.