

Kairos Partners Sgr: «Attenzione alla concentrazione azionaria»

 [fondiesicav.it/kairos-partners-sgr-attenzione-alla-concentrazione-azionaria](https://www.fondiesicav.it/kairos-partners-sgr-attenzione-alla-concentrazione-azionaria)

14 maggio 2024



FOCUS I TEMI DEL SALONE



Il contributo di Alberto Tocchio, head of european equity and thematics di Kairos Partners Egr

La sovraperformance delle grandi capitalizzazioni continua da qualche anno, soprattutto negli Usa. Come interpreta questo comportamento del mercato?

«Per la prima volta nella storia, gli Stati Uniti rappresentano, in termini di capitalizzazione, più del 70% dell'Msci World Index. In altre parole, ogni tre dollari investiti in questo indice due riguardano titoli americani. Le ragioni di ciò vanno ricercate nella forza dell'economia sottostante, nei buoni utili aziendali, in particolare delle large cap, nella capacità delle società di comunicare e di essere trasparenti. Tuttavia, ci si trova in una situazione in cui le 10 aziende più grandi degli Usa hanno pesato per oltre un terzo della performance dell'S&P 500, mentre un solo titolo, Nvidia, ha contribuito per il 40% al rialzo del Nasdaq. L'unicità del contesto attuale è ben riassunta dall'andamento dell'S&P 500 (ponderato per la capitalizzazione) e l'omologo indice equipesato, dove il primo ha sovraperformato il secondo di ben tre deviazioni standard nell'arco di 12 mesi. Un'analogha divergenza dei corsi la si può trovare anche all'interno del Russell 2000, che ha sottoperformato il mercato negli ultimi tre anni, ma con una fortissima concentrazione: a una sola azione, Super Micro Computer, è ascrivibile il 70% dell'apporto positivo all'indice da inizio 2024. Se volessimo identificare un filo conduttore del trend al rialzo dei migliori titoli, potremmo

citare principalmente tre temi: l'intelligenza artificiale, la difesa e, all'interno del farmaceutico, la cura del diabete. Sono ambiti che hanno attirato l'interesse degli investitori non solo in America, ma anche in Europa».

Pensa che questo fenomeno sia stato enfatizzato dai fondi passivi?

«È uno dei fattori cruciali che, se non viene compreso bene, può portare a errori nella valutazione di alcune metriche. Inoltre, da diverso tempo, guardo con attenzione agli impatti sul mercato dei fondi sistematici, guidati da algoritmi, che sono trend follower, e che utilizzano diversi parametri attraverso i quali investire. Sono sostanzialmente divisi in quattro categorie, che hanno in comune la volatilità e la correlazione, soprattutto tra azionario e obbligazionario. Di fatto si muovono in base alle medie mobili e alle rotture di trend; quando la volatilità è bassa e la correlazione è vicina tendono a sovrainvestire maggiormente in un'asset class. All'inizio di aprile è stata raggiunta la più alta concentrazione di sempre in azioni, in particolare americane. Per questa ragione, se si manifestasse una correzione dei mercati, potrebbero scattare punti di innesco tali da provocare forti vendite, alimentate anche da un aumento della volatilità».

La preoccupa questa eccessiva concentrazione?

«Non la leggerei in modo negativo, perché il buon andamento dei titoli più in voga è giustificato dalla crescita degli utili delle aziende in oggetto, ma ritengo che sia opportuno tenere in debita considerazione e analizzare questo fenomeno, perché si potrebbero verificare alcune inversioni della tendenza sinora registrata. La mia riflessione è che risulterebbe poco plausibile pensare che il mercato possa continuare a salire trascinato solo da un universo così circoscritto. Perciò, ritengo che saranno cruciali i prossimi annunci degli utili societari trimestrali americani, visto che gli analisti sono particolarmente positivi sulle prime 10 capitalizzazioni dell'S&P 500, mentre per i rimanenti 490 titoli le stime hanno continuato a scendere: si potrebbe assistere ad alcune sorprese che coglierebbero in contropiede il mercato, tenendo conto che alcune azioni sono prezzate per la perfezione».

Quali sono gli elementi che le fanno dire che si potrebbe essere di fronte a un eccesso?

«Osservo con molta attenzione le valutazioni, i dati statistici e come sono posizionati gli investitori: sono segnali che indicano quando si è raggiunto un estremo. E poi bisogna essere molto analitici nel nostro lavoro: il P/E dell'S&P 500 è 23, ma, se si guarda al suo interno, c'è una grande divergenza settoriale, proprio causata dal fenomeno della concentrazione su pochi titoli».

E gli altri elementi che potrebbero caratterizzare diversamente l'andamento degli indici di borsa?

«C'è l'incognita geopolitica, che non può essere ignorata, ma che è anche difficile da valutare da un punto di vista borsistico. È ovvio che una continua escalation dei conflitti in atto potrebbe portare il mercato a ruotare su settori più difensivi e che trattano a multipli più contenuti. Infine, c'è l'aspetto legato ai tassi d'interesse che è cruciale per le aziende e per le aspettative degli stessi investitori. Sino a pochi mesi fa c'era un entusiasmo, forse eccessivo, sul numero dei tagli cui si sarebbe assistito quest'anno. Un livello del decennale americano elevato potrebbe generare maggiore pressione anche su aziende a grande capitalizzazione: un rendimento del 4,8-5% credo rappresenti, nei fatti, una stretta di liquidità che rischierebbe di rallentare i consumi e l'economia».

Pensa quindi che il mercato possa correggere?

«Nelle prime due settimane di aprile abbiamo visto una flessione degli indici e credo che possa continuare. Ciò nonostante, ritengo che la cosa più interessante da monitorare sia se ciò avverrà contemporaneamente a una rotazione settoriale».

C'è, quindi, la possibilità che gli indici siano guidati da nuovi fattori?

«Da inizio anno, il momentum è il fattore che ha fatto meglio degli indici di mercato del 30%, un dato che, nella sua storia, non ha mai mostrato una tale forza. Non si tratta solo di un elemento che ha caratterizzato la performance delle large cap, ma anche di un indice come il Nikkei225. La mia considerazione di fondo è che si debba seguire l'evoluzione in corso e ci sono settori che, sinora, sono stati ignorati dagli investitori e che potrebbero essere considerati più difensivi».

A cosa fa riferimento?

«Ad esempio al comparto energetico, alle aziende di pubblica utilità e alle materie prime».

Perché li definisce difensivi?

«Perché, se i tassi si stabilizzassero ai livelli attuali, alcune delle aziende di questi settori potrebbero risultare attrattive, visti i dividendi elevati che distribuiscono, come nel caso delle società di pubblica utilità. Non va infatti dimenticato che, in un cointesto in cui l'equity risk premium americano è il più basso da 25 anni, se il governativo decennale continuasse a rendere il 4,6-4,7% e la crescita degli utili e il dividend yield dell'S&P 500 fossero più bassi di questo valore, sarebbe opportuno investire nella componente obbligazionaria, anziché in quella azionaria, se non altro a livello nominale».

Mi scusi l'obiezione, ma se penso alle aziende di pubblica utilità, sensibili ai tassi d'interesse, non capisco perché le consideri attrattive...

«Perché, soprattutto in Europa, credo che i tassi abbiano raggiunto il picco e, se scendessero, darebbero un'ulteriore spinta a questo settore. Considero difensivo anche il comparto energetico, al di là delle riflessioni di carattere geopolitico, perché la domanda di petrolio è abbastanza stabile e, se la Cina riuscisse a riaccelerare la crescita, il

consumo di greggio salirebbe in uno scenario che mostra segni di sofferenza per quanto riguarda l'offerta della materia prima. Ciò è riconducibile ai mancati investimenti negli ultimi anni e ai continui tagli di produzione dell'Opec. Infine, considero difensivo anche il settore delle materie prime, come accennato pocanzi, per ragioni molto simili a quelle dell'energia, soprattutto guardando all'evoluzione della domanda per alcuni metalli, come il rame, ma anche considerando l'impiego di alcuni di essi all'interno della transizione ecologica e nell'innovazione tecnologica».

Non ha menzionato settori tradizionalmente considerati difensivi, come il farmaceutico e i consumi di base. Come mai?

«Rimangono settori difensivi, ma il posizionamento degli investitori non è così contenuto come nel caso dei comparti citati in precedenza. In aggiunta, mi preoccupa un po' la tenuta dell'economia, in particolare in Europa: se rallentasse, ci sarebbe il rischio di ricadute sui consumi».

La performance delle large cap ha messo in ombra quella delle medium e small cap. Ritieni che possa essere un segmento di mercato da riconsiderare?

«Forse è un po' prematuro, ma nell'ultimo biennio ci si è dimenticati di questa tipologia di aziende, che è più sensibile ai tassi d'interesse e che, di conseguenza, incontra maggiore difficoltà a rifinanziarsi in un quadro di tassi più elevati. La performance dei titoli è stata molto deludente, anche a causa dei continui deflussi di capitale, ma le valutazioni sono particolarmente basse: basterebbe una revisione degli utili al rialzo o una discesa dei tassi per vederli risalire».

In termini di aree geografiche, guardando alle valutazioni, predilige l'Europa agli Stati Uniti?

«In questa fase sì, per la composizione settoriale che la caratterizza e la connota come più difensiva rispetto all'America. In particolare, proprio per questa ragione, se dovessi scegliere un mercato in Europa, la mia preferenza andrebbe al Regno Unito, dove l'indice di riferimento permette una buona esposizione all'energia, alle materie prime e alle aziende di pubblica utilità».

Leggi gli altri contributi