
Considerare le small cap nelle fasi turbolente

Azionario USA | Ottobre 2022



Nicolas Janvier
Responsabile azionario USA, EMEA

- **L'emergere di un nuovo contesto economico, caratterizzato dalla deglobalizzazione e dall'aumento dei prezzi, dei tassi e dell'inflazione, continuerà a esercitare un impatto sul mercato statunitense**
- **Questa enfasi sul mercato interno potrebbe offrire opportunità per le società a bassa capitalizzazione, che in passato hanno sovraperformato in contesti di rialzo dei tassi**
- **Tuttavia, non cercheremo di prevedere l'andamento del contesto macro, ma ci atterremo al nostro fidato processo d'investimento**

È stato un decennio incredibile per le azioni statunitensi. Più di 10 anni di globalizzazione nel corso dei quali le principali società dell'S&P 500 si sono trovate in una situazione che calzava loro a pennello: un'onda tecnologica cavalcata dalle grandi aziende di alta qualità, come Amazon, Alphabet, Apple, Microsoft.¹ Si è trattato di un'ondata globale, che ha visto la Cina e l'India, e non gli Stati Uniti e l'Europa, registrare la crescita più marcata; eppure, sono stati i giganti tecnologici statunitensi a trarne vantaggio.

Ma negli ultimi anni, dopo la pandemia di Covid-19 e ora con il conflitto tra Russia e Ucraina, un nuovo contesto ha iniziato ad emergere: un panorama caratterizzato da deglobalizzazione, aumento dei prezzi, inflazione persistente ed elevata, rialzo dei tassi d'interesse e recessione. Le connessioni globali instauratesi nel corso degli ultimi decenni, in particolare lungo le catene alimentari e le forniture energetiche in Europa, ad esempio, stanno iniziando a evidenziare difficoltà. La dipendenza da altri paesi, in particolare dalla Russia per quanto riguarda il gas, non è auspicabile.

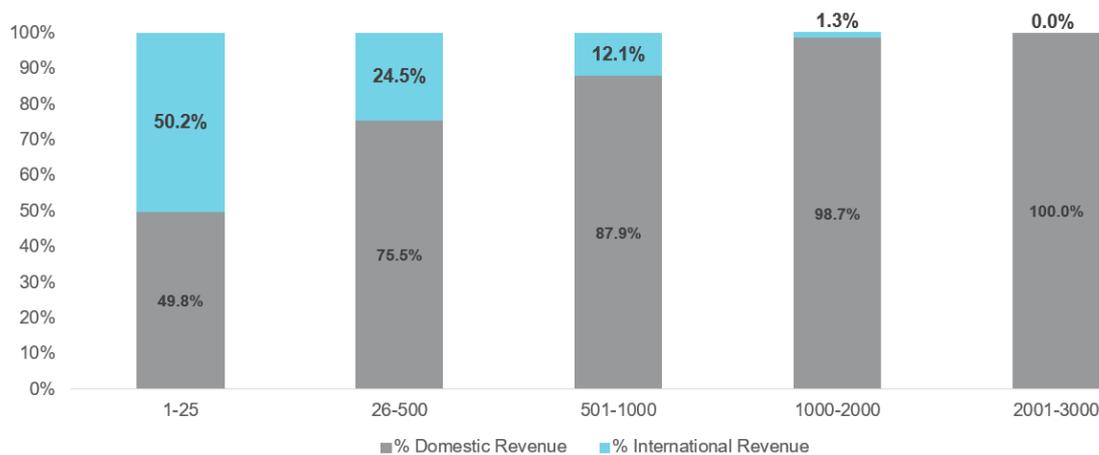
¹ Il riferimento a specifiche azioni o obbligazioni non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Negli Stati Uniti, la situazione è leggermente diversa. Godono infatti di una relativa sicurezza energetica grazie a un'elevata produzione nazionale e non importano risorse alimentari tanto quanto l'Europa. Tuttavia, nonostante un continuo aumento dei tassi e il rischio di recessione, stanno dando prova di una certa capacità di tenuta. I consumatori statunitensi dispongono di un enorme potere d'acquisto, grazie al massiccio pacchetto di stimoli da 5.000 miliardi di dollari stanziato per proteggere le famiglie e le imprese dallo shock economico causato dalla pandemia di Covid-19. I risparmi hanno raggiunto quasi il 35% del reddito disponibile in seguito a questa misura², un "salvadanaio" da cui si continua ad attingere ancora adesso, il che significa che la domanda di beni e servizi resta elevata.

Large cap e small cap a confronto

Cosa significa tutto ciò per le società statunitensi? Le large cap statunitensi non smetteranno di registrare performance eccezionali: riteniamo che Amazon continuerà a crescere, al pari di Microsoft e dei suoi servizi cloud. Tuttavia, l'abbandono della globalizzazione e una maggiore enfasi sul mercato interno potrebbero rivelarsi alquanto interessanti per le società statunitensi a bassa capitalizzazione. Se si osserva il fatturato generato all'estero per capitalizzazione di mercato, ad esempio, le small cap presentano un orientamento nettamente maggiore al mercato interno (Figura 1).

Figura 1: Il vantaggio del mercato interno - fatturato medio nazionale vs. internazionale per



dimensione nel Russell 3000

Fonte: Raymond James, 12 agosto 2022

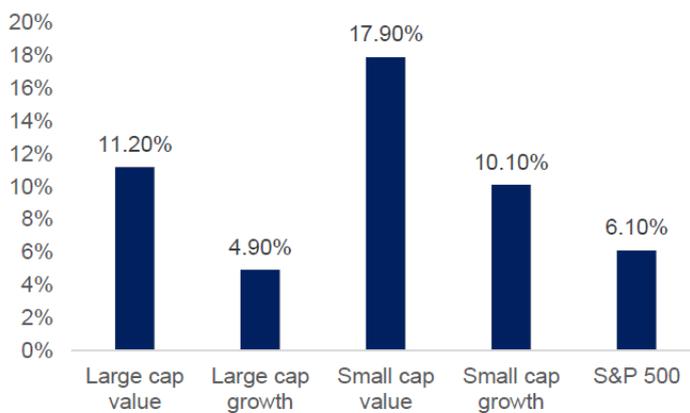
Il dollaro USA continua inoltre a rafforzarsi. Le recenti impennate del dollaro e i rispettivi crolli dell'euro e della sterlina britannica hanno permesso di raggiungere la parità tra il biglietto verde e la moneta unica per la prima volta in 20 anni, e anche la sterlina non è molto lontana. Ma il vigore del dollaro avrà conseguenze anche sugli utili societari in quanto sarà responsabile dell'erosione degli utili per quelle aziende statunitensi che realizzano una quota significativa dei loro ricavi dall'estero, una volta che le loro entrate in valuta estera saranno convertite in dollari. Nel complesso, si tratta di un problema che riguarda le società ad alta capitalizzazione. Per le

² Columbia Threadneedle Investments e Bloomberg, 9 settembre 2022

small cap, l'effetto può essere quasi l'opposto: la base dei ricavi resta solida, in quanto la maggior parte della crescita avviene negli Stati Uniti, ma le catene di approvvigionamento rimangono globali. Un dollaro forte permette di consolidare il potere d'acquisto di queste società.

Inoltre, le società di minori dimensioni storicamente tendono a sottoperformare le large cap quando i tassi d'interesse scendono ma a sovraperformare quando i tassi salgono. Nel 2018 abbiamo pubblicato uno studio³ che illustrava come, a partire dal 1962 (anno a cui risalgono i primi dati affidabili), nei mesi in cui i tassi d'interesse salivano, l'S&P 500 rendeva il 6,1% a fronte del 14% delle small cap; viceversa, nei mesi di calo dei tassi d'interesse le large cap rendevano il 14,9% mentre le small cap il 10%⁴.

Figura 2: Performance annualizzata – tutti i mesi di rialzo dei tassi



Fonte: Hotchkis & Wiley, 2017

Uno dei motivi che spiega la sovraperformance delle società di minori dimensioni nelle fasi di rialzo dei tassi e di livelli più normali di inflazione è che ciò è generalmente indice di un'economia solida. È più difficile valutare la situazione quando l'inflazione supera l'8%. Staremo a vedere.

Settore commerciale/industriale e dei consumi a confronto

Un aspetto molto interessante che emerge da questo contesto è la netta distinzione, per la prima volta in questo secolo, in termini di performance ed esperienza tra i diversi settori, in particolare tra le società commerciali/industriali e quelle di beni di consumo. Le prime, esposte al ciclo industriale e dotate attualmente di un'ottima tenuta, stanno beneficiando delle tendenze all'onshoring e all'automazione, e pare che abbiano difficoltà a espandersi e ad assumere personale. Le condizioni sul mercato del lavoro statunitense sono estremamente tese, a fronte di una riduzione delle richieste iniziali di indennità di disoccupazione a circa 200.000⁵. Le aziende rivolte ai consumatori, tuttavia, si trovano in una situazione molto diversa. Cominciano infatti a registrare un indebolimento della domanda, il che si traduce in una contrazione dei ricavi e in una pressione sulle loro basi di costi, per quanto riguarda i materiali ma soprattutto la

³ Nicolas Janvier, "Le small cap statunitensi potrebbero brillare sulla scia del rialzo dei tassi", ottobre 2018

⁴ Hotchkis & Wiley, 2017

⁵ Columbia Threadneedle Investments e Bloomberg, 9 settembre 2022

manodopera. È possibile che i risparmi residui accumulati dalla pandemia stiano iniziando a diminuire. Dal momento che i consumatori rappresentano circa il 70% dell'economia statunitense, ci aspettiamo che questo divario finirà per ridursi in quanto la debolezza della domanda dei consumatori si ripercuoterà sul complesso industriale.

Ciò che abbiamo davanti è quindi un quadro macroeconomico in evoluzione, sia su scala globale che nazionale. E negli Stati Uniti la Federal Reserve è intenzionata ad alzare i tassi e a mantenerli su un livello tale da riuscire a contrastare l'inflazione dilagante. A conferma di questa tesi, una serie di aumenti ha portato il limite superiore del tasso sui federal fund a un intervallo compreso tra il 3% e il 3,25%, un livello che potrebbe restare invariato più a lungo di quanto atteso in precedenza. In effetti, il dot plot delle proiezioni sui tassi della Fed evidenzia un tasso mediano del 4,4% alla fine del 2022, il che implica un rialzo complessivo di altri 125 pb nelle ultime due riunioni dell'anno, e un tasso terminale del 4,6% nel 2023⁶.

Gestione del denaro

Non cercheremo di prevedere l'andamento del contesto macro, ma ci atterremo al nostro processo d'investimento, che consiste in una selezione dei titoli di tipo bottom-up e basata sulla ricerca. L'intensità della nostra ricerca, condotta sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, ci consente di effettuare un'analisi più approfondita e di individuare le aziende che riteniamo siano costantemente in grado di migliorare la redditività del capitale investito, gli utili e la generazione di free cash flow, e che integrano considerazioni di investimento responsabile nei loro modelli di business. Sono queste le società ben posizionate per sovraperformare nell'arco di un ciclo di mercato. Gestire i portafogli che dispongono delle migliori idee a livello di singoli titoli può aiutarci ad affrontare le turbolenze di mercato e a conseguire regolarmente solidi rendimenti corretti per il rischio.

⁶ Bloomberg, a ottobre 2022



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o a tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). La presente è una comunicazione di marketing. Il riferimento a specifici titoli non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. **Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio.** Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. **Gli investimenti internazionali** comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. **I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi.** Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia.** Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Per il SEE: pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo.

Per i Clienti istituzionali: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono raccomandazioni finanziarie e sono riservate unicamente a soggetti con adeguate conoscenze in materia di investimenti e che soddisfano i criteri regolamentari per essere classificati come Clienti professionali o Controparti di mercato e nessun altro Soggetto è autorizzato a farvi affidamento.