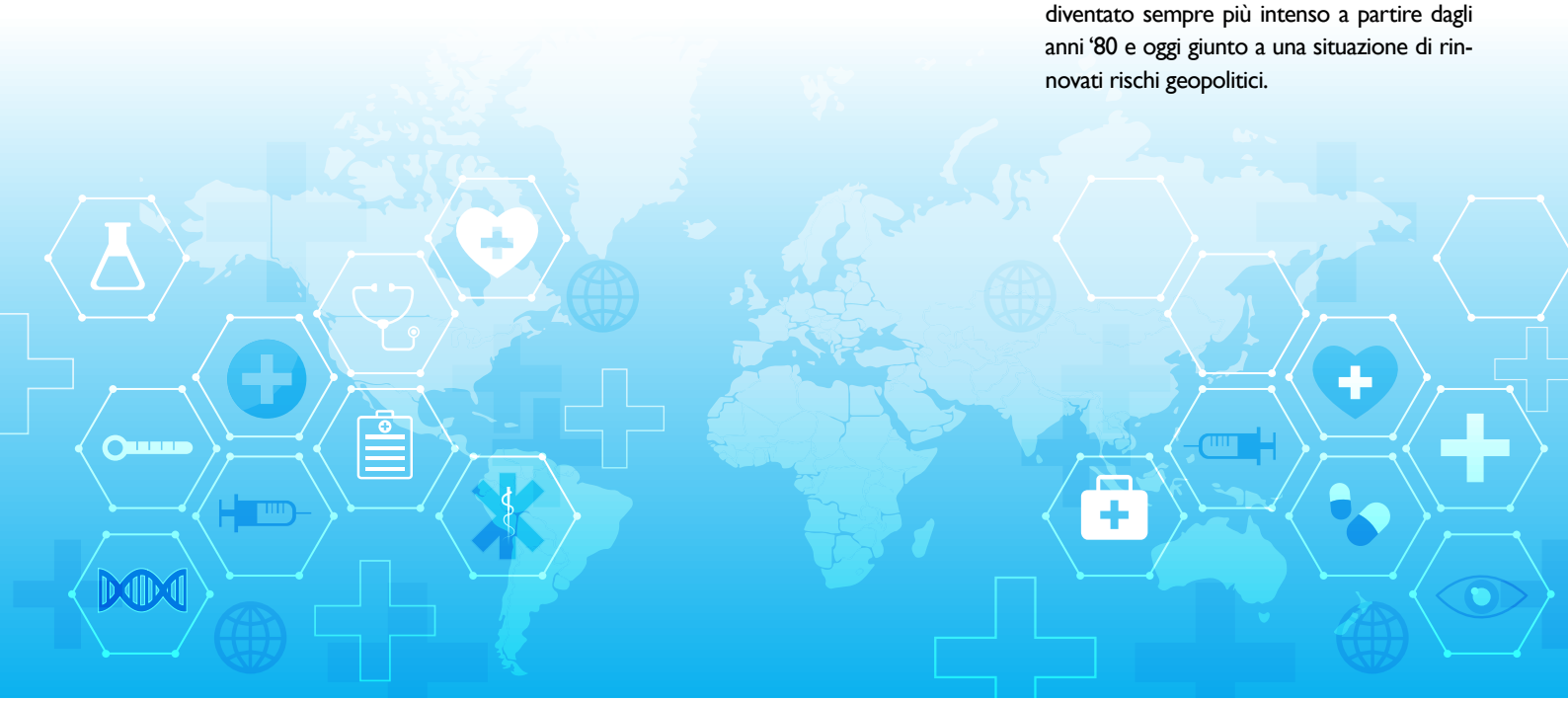
LA CURA DELLA SALUTE AI TEMPI DEL COVID

Un intero mondo in rivoluzione

di Boris Secciani

L'avvento del Covid, contrariamente a ciò che si pensa, non ha costituito per l'intero healthcare un vantaggio: molti sotto-settori, che hanno caratteristiche cicliche, sono stati molto danneggiati. Ciò nonostante, l'intero comparto della cura della salute rimane uno dei più promettenti, anche perché sostenuto da dinamiche demografiche che non si sono mai viste nella storia. Inoltre, con un P/E forward di 17, contro 20 dell'equity nel suo insieme, c'è ancora la possibilità di trovare titoli a sconto. Infine i numeri dimostrano che la tradizionale componente difensiva di questo segmento è ancora attuale

Non è certo solo Covid. Parlare oggi del gigantesco complesso della cura della salute vuole dire sostanzialmente analizzare l'intera fenomenologia dell'economia nella sua interezza. Infatti, al suo interno si trovano fornitori di servizi It che promettono di demolire, o quanto meno ridisegnare, intere filiere, così come colossi con forti caratteristiche difensive e gruppi biotech di piccole e medie dimensioni che alimentano rischi di bolla speculativa. Non secondaria l'ascesa di diverse economie asiatiche, che portano forti squilibri e la rottura degli schemi. Il tutto condito con costi di ricerca e sviluppo talora esorbitanti. Un quadro, dunque, che riprende quasi tutti i problemi che accompagnano l'accelerazione del processo di globalizzazione, diventato sempre più intenso a partire dagli anni '80 e oggi giunto a una situazione di rinnovati rischi geopolitici.



Contemporaneamente la salute è al centro di un altro dei grandissimi temi degli ultimi decenni, ossia le conseguenze socio-economiche del processo d'invecchiamento della popolazione mondiale, un trend che ormai non riguarda solo (e neppure principalmente) le più tradizionali potenze occidentali. Ovviamente su tutto ciò si è andata a sovrapporre l'emergenza Covid, che anche in questo ambito ha creato una cesura netta fra vincitori e vinti all'interno di una devastazione dell'ordine precedente da cui non è chiaro quando e in quali termini riemergerà il pianeta.

SEGMENTI MOLTO DIFFERENTI

Dunque l'healthcare può essere concepito e analizzato come una serie di segmenti estremamente differenti fra loro e sovente con interessi contrastanti, al cui centro permangono con un ruolo importantissimo gli Stati Uniti d'America. Se infatti solo di recente l'Asia ha cominciato a gestire i problemi di forte maturazione del proprio profilo demografico e l'Europa fatica a creare sia mega-colossi, sia piccole e medie imprese disruptive, l'America può invece contare su un'attività di ricerca scientifica molto intensa, su un sistema finanziario disponibile a dare liquidità al capitale di rischio e su un mercato domestico enorme, a causa anche dei costi sanitari spropositati.

Se infatti analizziamo l'indice Msci world healthcare, che racchiude le aziende di questo mega-comparto nell'ambito dei mercati sviluppati, si può vedere che a fine febbraio oltre il 70,1% degli oltre 6,5 trilioni di dollari di capitalizzazione era rappresentato da gruppi statunitensi. Si tratta di una percentuale ancora più rilevante rispetto al 66,1% che l'America occupava alla stessa data nell'Msci world in generale. Dei primi 10 titoli per capitalizzazione otto fanno capo alla prima economia del mondo, con gli altri due presidiati dai due colossi farmaceutici svizzeri Novartis e Roche.

Gli Stati Uniti, dunque, rimangono il centro mondiale della medicina moderna: di conseguenza non si può non cominciare l'analisi proprio da un paese che ha appena vissuto un non facile cambiamento politico e il varo di un piano di stimolo gigantesco (1.900 miliardi di dollari) per tentare di tornare alla normalità. Per capire a quale punto si trova l'immenso comparto dell'healthcare made in Usa, dobbiamo partire sempre dall'Msci world settoriale e da alcune considerazioni di carattere quantitativo e fondamentale collegate. Innanzitutto, non sorprendentemente questo benchmark riflette in maniera adeguata la diversità compartimentale dell'insieme con circa il 38,6% costituito da case farmaceutiche tradizionali, il 21,7% da strumentazione medica, il 13,4% da gruppi biotech e il resto diviso fra aziende della distribuzione, servizi It e altro. Si tratta dunque di un universo variegato e guidato da fondamentali sovente in opposizione fra loro. Le performance nei primi due mesi dell'anno non sono state particolarmente brillanti, con un calo dell'1,6% a fronte dell'Msci World venuto su nello stesso periodo dell'1,60%; in entrambi i casi i rendimenti sono stati misurati in dollari. A influire sulle performance sono stati due driver contraddittori ben espressi da **Eric Labbé**, thematic equity portfolio manager di **Cpr Am**: «L'healthcare è un settore a lunga duration che risente dell'aumento dei tassi di interesse che deriverebbe da una robusta ripresa negli Stati Uniti. Tuttavia, l'healthcare è più conveniente rispetto ad altri segmenti difensivi come le utility e i beni di prima necessità. In particolare, lo sconto storico del comparto farmaceutico statunitense sul mercato non è mai stato più forte». La volatilità che si è vista di recente sui mercati è infatti derivata dall'aumento delle aspettative di inflazione e di rendimento della parte a più lunga scadenza dei Treasury, fenomeno a sua volta generato da piani di stimolo economico di dimensioni pazzesche anche per gli standard neo-keynesiani dell'America moderna.

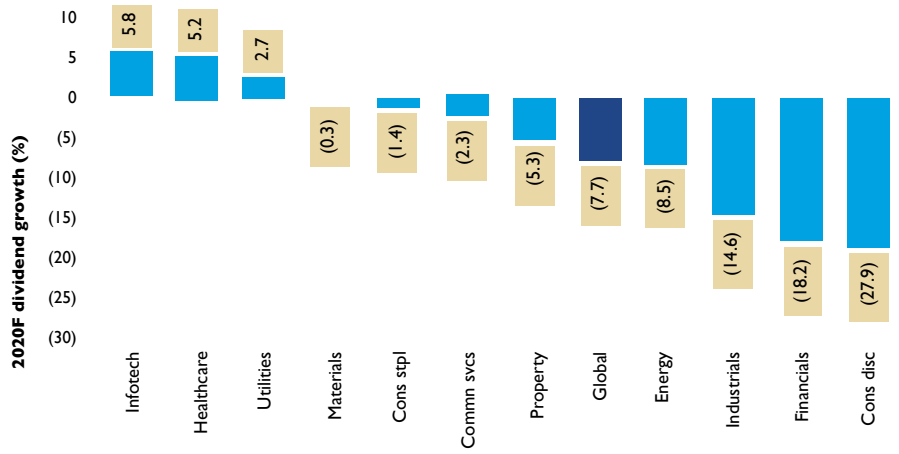
NON SOLO GROWTH

Al tempo stesso non si può non dimenticare un aspetto fondamentale, ossia che questo macro-settore presenta peculiarità molto diverse, non tutte ascrivibili al classico profilo growth ricercato dagli investitori in questi anni e neppure alle caratteristiche difensive tradizionalmente attribuite al farmaceutico classico. La preoccupazione per un clima po-

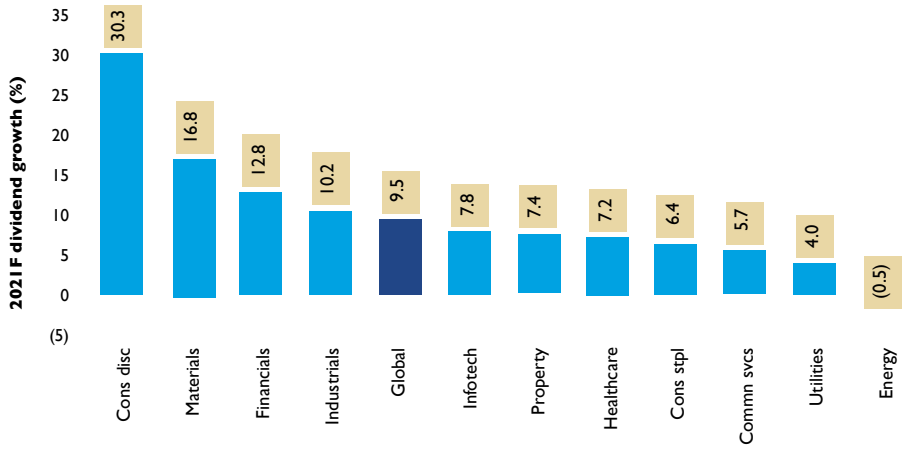
Ma è ancora un settore difensivo

Dall'altra parte l'attenzione degli investitori potrebbe anche venire risvegliata da un altro fattore, ossia il fatto che le caratteristiche difensive dell'healthcare nel suo complesso non sono venute meno, con perdite di fatturato e di utili tutto sommato contenute rispetto ad altri segmenti economici semplicemente devastati, come ricordano **Evan McCulloch** e **Wendy Lam**, portfolio manager di **Franklin Biotechnology Discovery Fund** di **Franklin Templeton:** «Il settore healthcare si è dimostrato resiliente durante la pandemia, poiché la domanda di prodotti e servizi sanitari è relativamente anelastica e non è fortemente correlata al contesto economico. Sebbene all'inizio del Covid ci sia stato un calo nelle vendite di farmaci e nelle prescrizioni per nuovi pazienti, l'interruzione è stata temporanea e da allora il settore è tornato alla normalità. L'healthcare potrebbe vedere un leggero incremento mentre ci avviamo verso la ripresa economica, ma dato che durante la pandemia non ha registrato un calo paragonabile a quello degli altri comparti, non ci aspettiamo un rimbalzo sensibile nei confronti del restante panorama economico». In effetti una conferma di quanto affermato può essere individuata dall'andamento in questo biennio dei dividendi. Come si può vedere dai grafici riportati il comparto della cura della salute è stato uno dei pochi che nel 2020 è riuscito, a livello globale, addirittura a incrementarli, con però un 2021 caratterizzato da un aumento relativamente modesto.
In definitiva dunque si può sintetizzare la questione con quanto affermato da **Adeline Salat-Baroux**, fund manager di **Edmond de Rothschild Fund Healthcare**: «La cura della salute è un settore growth con caratteristiche difensive». Con in più, si può aggiungere, uno stock picking particolarmente complesso e cruciale per la buona riuscita di un portafoglio.

CRESCITA PREVISTA DEI DIVIDENDI NEI DIVERSI SEGMENTI NEL 2020



CRESCITA PREVISTA DEI DIVIDENDI NEI DIVERSI SEGMENTI NEL 2021



ERIC LABBÉ
thematic equity portfolio manager
Cpr Am

litico ostile nel primo mercato sanitario del pianeta (gli Stati Uniti) hanno pesato per anni sulle biotecnologie, mentre l'esplosione del Covid ha sì favorito una nicchia di produttori di beni e servizi in grado di fornire ciò che serviva per l'emergenza pandemica, ma ha anche evidenziato con una certa prepotenza alcune caratteristiche cicliche, forse in precedenza sottovalutate, dell'insieme dell'economia sanitaria. Il risultato è che oggi il P/E forward dell'Msci world healthcare è sensibilmente inferiore rispetto all'equity sviluppato nel suo insieme (17 a fronte di 20), con un dividend yield praticamente equivalente e di poco inferiore all'1,8%. Nel triennio finito a inizio marzo, le performance sono state comunque superiori all'azionario globale, con un total return annuale del 12,39% per l'healthcare contro un +11,37% generale, mentre sui cinque anni la performance è stata inferiore (+12,16% rispetto a +14,73%). Lo stesso discorso vale anche per i rispettivi Sharpe: soprattutto la componente farmaceutica è stata a volte gravata da esplosioni di volatilità e fuga degli investitori a causa dei cicli dei brevetti e di spinte politiche nella direzione di un contenimento dei costi negli Stati Uniti.
A questo punto sorge abbastanza spontaneo chiedersi che cosa riserva l'immediato fu-

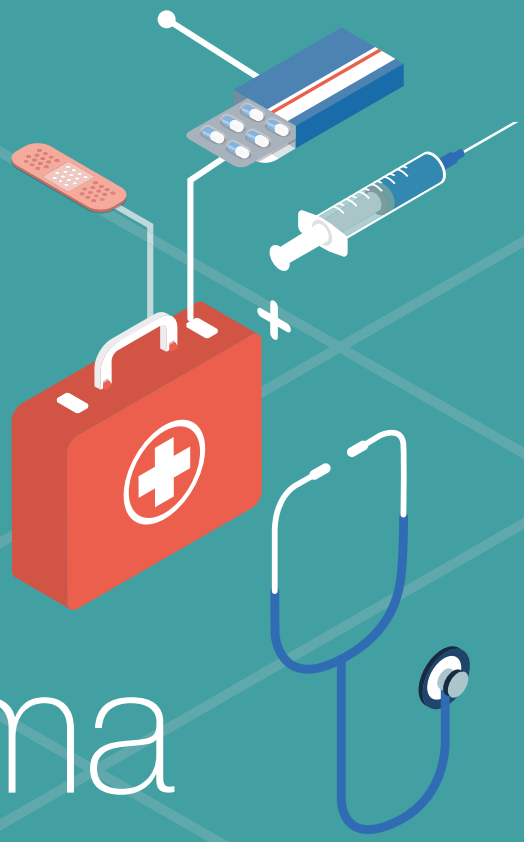
JENNA DENYES
senior healthcare analyst
Gam Investments

JENNY CHANG
portfolio manager di Gs Global Future Health Care Equity Portfolio Goldman Sachs Asset Management

turo ai protagonisti del possente complesso sanitario statunitense. Sicuramente permangono preoccupazioni per quanto riguarda il surriscaldamento dei prezzi e la fine del bull market obbligazionario, con ciò che consegue in termini di premio al rischio, ma non si può tralasciare dall'altra parte la presenza di speranze di cogliere in pieno la ripresa americana e il movimento di rotazione a livello di settori equity. Se infatti si conta sull'ennesima prova di forza degli Usa nel lasciarsi alle spalle esperienze disastrose, sicuramente le occasioni non mancano all'interno di quasi ogni segmento della cura della salute statunitense. Un'analisi particolarmente ricca di esempi specifici arriva dal team di gestione del **Global Life Sciences Fund** di **Janus Henderson**: «Riteniamo che il comparto possa rispondere positivamente alla ripresa dell'economia statunitense. Per gran parte del 2020, la pandemia ha ritardato le procedure mediche di routine ed elettive, pesando, sia sugli utili degli ospedali, sia dei produttori di dispositivi medicali. Analogamente, i fornitori di servizi di managed care hanno dovuto affrontare l'incertezza legata alla salute di alcune fasce della popolazione (in particolare, gli anziani) e quella connessa ai costi dei test e dei trattamenti per il Covid-19. Un ritorno alla normalità attenuerebbe questa corrente contraria e sarebbe vantaggioso per queste aree del comparto. Allo stesso modo, si potrebbe verificare un alleggerimento dell'accumulo normativo (in particolare per quanto riguarda l'ispezione degli stabilimenti produttivi), mentre le aziende bio-farmaceutiche, che dipendono dall'identificazione di nuovi pazienti, dovrebbero beneficiare di una ripresa a pieno regime delle visite».

BETA AUMENTATO?

In particolare, il beta potrebbe essere aumentato dal fatto che a essere maggiormente penalizzate da un certo punto di vista sono state proprio le aziende più innovative, come sottolinea **Jenna Denyes**, senior healthcare analyst di **Gam Investments**: «L'impatto maggiore sarà probabilmente avvertito dalle società che hanno lanciato un nuovo prodotto l'anno scorso o che stanno pianificando un lancio quest'anno. L'accesso impossibilitato agli operatori sanitari e il forte calo delle visite ai pazienti hanno avuto un duro impatto su un certo numero di lanci nel 2020. Un ritorno alla normale attività dovrebbe vedere questi ostacoli attenuarsi in tutto il settore».
Rimane poi di fondo una considerazione cruciale: tutto ciò che riguarda la sanità si trova a vivere una fase storica favorevolissima spinta da un processo di innovazione che sembra non conoscere limiti e neppure rallentamenti, da trend demografici come mai se ne sono visti nella storia e infine da una rinnovata attenzione per lo stimolo fiscale come arma per migliorare le condizioni sociali di una società, vera garanzia per evitare disastri come quello della pandemia dell'ultimo anno. Tutti trend secolari dalle proporzioni enormi, intorno ai quali ovviamente oscillano tendenze di breve-medio periodo spesso piuttosto contraddittorie. Una sintesi di tutto ciò viene esposta da **Jenny Chang**, portfolio manager di **Gs Global Future Health Care Equity Portfolio** di **Goldman Sachs Asset Management**: «Abbiamo lanciato il Goldman Sachs Global Future Healthcare Equity Portfolio a settembre 2020 sulla base della convinzione che il settore abbia raggiunto un punto di svolta. I progressi tecnologici degli ultimi decenni hanno stimolato una quantità di innovazioni senza precedenti nel settore healthcare e le curve dei costi sono scese così drasticamente da rendere scalabili, dal punto di vista commerciale, le soluzioni e i trattamenti innovativi. Questo fattore potrebbe rivoluzionare completamente il segmento sanitario, così come conosciuto. Gli sviluppi sono resi ancora più interessanti dal punto di vista dell'investimento perché ci troviamo, a nostro avviso, in una delle prime fasi di un trend di crescita che si protrarrà per l'intero secolo. Riteniamo che l'innovazione nel settore sanitario, che abbraccia la genomica, la medicina di precisione, il "medtech" e l'area della digital health, offra significative opportunità di creazione di valore per gli investitori più lungimiranti con un orizzonte temporale di lungo termine. Cerchiamo sempre di offrire ai nostri clienti soluzioni d'investimento innovative che li aiutino a posizionare il loro portafoglio per il futuro».



I numeri di Big Pharma

8,8 trilioni $
la spesa globale in servizi sanitari 2021
(fonte: IHS Markit)

456,9 mld $
il fatturato mondiale strumentazione medica 2020
(fonte: Wolters Kluver)

524 mld $
il mercato farmaceutico Usa 2021
(fonte: IHS Markit)

6.529 trilioni $
la capitalizzazione Msci world healthcare feb 2021
(fonte: Msci)

41,3 mld $
la capitalizzazione media aziende Msci world healthcare feb 2021
(fonte: Msci)

105,3 mld $
la stima fatturato biotech Usa 2021
(fonte: Ibisworld)

+3,7%
la stima crescita fatturato biotech Usa 2021
(fonte: Ibisworld)

2,44 trilioni $
la stima fatturato biotech globale 2028
(fonte: Grand View Research)

+15,83%
il tasso annuo di crescita fatturato biotech 2021/2028
(fonte: Grand View Rsearch)

18 mld $
gli investimenti venture capital in healthcare 2021
(fonte: ChinaBio Group)

Europa, bisogna sapere scegliere

In Europa ci sono alcuni grandi gruppi farmaceutici a livello mondiale, ma, pur con una connotazione value, non costituiscono le migliori occasioni sul mercato. Anche la pandemia, per le società impegnate nella produzione dei vaccini, non rappresenta una grande fonte di guadagni: viene valutato un incremento degli utili intorno al 2%. Dove invece ci sono forti possibilità di guadagni, specie con il Recovery fund, è nelle small e mid cap a forte connotato innovativo che operano in nicchie di mercato quali la digitalizzazione delle infrastrutture sanitarie, il monitoraggio remoto dei pazienti, le opportunità di genomica e le tendenze di sviluppo di farmaci e di outsourcing della produzione

L'Europa rimane tuttora la seconda grande area di produzione e di spesa sanitaria del mondo dietro gli Stati Uniti. È un vasto e ricco territorio che si è trovato però al centro del tornado della pandemia. Per certi versi, proprio il Vecchio continente rappresenta un banco di prova per la cura della salute del futuro, fra convivenza con il virus, necessità di rinnovati investimenti pubblici, ristrutturazione del sistema verso una maggiore digitalizzazione. Importante anche la dinamica tra grandi gruppi farmaceutici e società di minore dimensione a forte carica innovativa. Infatti, un'analisi di questo vasto e articolato settore non può prescindere dai colossi continentali dei medicinali, che hanno mostrato nel corso dell'ultimo anno un andamento esemplare, date le loro caratteristiche. Lo scenario in cui i titoli healthcare continentali vengono scambiati sui mercati viene riassunto con efficacia da **Marco Oprandi,** head of cross asset solutions di **Cirdan Capital**: «Le società europee del settore farmaceutico hanno registrato una performance nel 2020 divisa a metà: durante il primo semestre hanno sovraperformato, un andamento guidato principalmente dall'arrivo della pandemia, mentre nella seconda metà dell'anno sono stati registrati risultati poco interessanti in termini di vendite. Se la stessa logica dovesse applicarsi anche per il 2021, allora ci dovremmo aspettare nei primi sei mesi risultati simili a quelli della seconda metà del 2020, ossia negativi. Mentre per l'ultima parte del 2021 dovrebbe esserci una sostanziale ripresa, volta a incrementare i risultati dell'in-

ZEHRID OSMANI
portfolio manager
Legg Mason Martin Currie
European Unconstrained Fund
Franklin Templeton

ADELINE SALAT-BAROUX
fund manager of the fund
Edmond de Rothschild
Fund Healthcare

dustria. In generale, reputiamo che il mercato non stia prezzando il settore farmaceutico come dovrebbe e che i livelli attuali possano rappresentare una buona opportunità d'investimento, soprattutto alla luce della ripresa a partire dalla metà di quest'anno».
In pratica, i grandi protagonisti del pharma europeo hanno mostrato una performance meno brillante negli ultimi mesi, perché intrappolati dalle loro caratteristiche difensive. Infatti hanno perso meno rispetto ad altre nicchie nella cura della salute (per non parlare di altri ambiti dell'economia), ma al contempo attualmente non possono, né entrare in una tesi di investimento incentrata su una rotazione ciclica, né mostrare caratteristiche hyper-growth, come ad esempio le biotecnologie o i fornitori di beni servizi It per l'healthcare. Tuttavia non si può negare che un approccio value al comparto è tutt'altro che campato per aria, come sottolinea **Adeline Salat-Baroux,** fund manager of the fund di **Edmond de Rothschild Fund Healthcare**: «Riteniamo che le grandi aziende farmaceutiche europee costituiscano un investimento interessante, in quanto ai livelli di valutazione attuali offrono uno sconto di circa il 28% rispetto al mercato europeo nel suo complesso. Inoltre, i risultati del 2020 mostrano che non c'è stato praticamente alcun impatto da parte del Covid». L'aspetto interessante della pandemia, infatti, è che per le grandi aziende farmaceutiche, sia statunitensi, sia europee, tutto sommato è rimasta un fenomeno minore, che non ha inciso troppo sui conti, una situazione destinata a non cambiare più di tanto neppure con la ven-

ANDAMENTO DEGLI UTILI NEL QUARTO TRIMESTRE 2020 DELLE SOCIETÀ DELLO STOXX 600 SULLA BASE DEI RISULTATI DI 316 AZIENDE

Sector	Utili in miliardi di euro 2020Q4	Utili in miliardi di euro 2019Q4	Crescita degli utili in miliardi di euro 2020Q4	Crescita degli utili in percentuale 2020Q4
Basic Materials	4,8	2,9	1,9	63,6%
Consumer Cyclicals	10,4	7,9	2,5	31,7%
Consumer Non-Cyclicals	4,8	4,5	0,3	5,6%
Energy	3,8	9,2	-5,3	-58,3%
Financials	15,1	23,9	-8,8	-36,6%
Healthcare	16,9	17,6	-0,7	-4,0%
Industrials	5,4	8,7	-3,3	-38,0%
Technology	7,6	8,5	-0,9	-11,0%
Real Estate	1,0	1,1	0,0	-2,0%
Utilities	2,8	2,7	0,1	3,3%
STOXX 600	**72,6**	**87,0**	**-14,4**	**-16,5%**

Fonte: Refinitiv I/B/E/S data

Tanta tecnologia per convivere con il Covid

Abbastanza a sorpresa, il complesso della cura della salute a livello globale, per quanto non devastato come altri segmenti economici, ha mostrato una certa sensibilità ciclica alla recessione indotta dal Covid e alla disruption indotta dalle chiusure generalizzate varate per via della pandemia. Nelle ultime settimane le dinamiche di mercato si sono configurate come un incontro/scontro fra le aspettative di robusta ripresa economica, indotta dalle vaccinazioni di massa, e i timori di vedere una fiammata inflativa. Minori attenzioni ha generato quello che (purtroppo) potrebbe essere un terzo scenario, ossia un costante ma lento ridimensionamento della presenza e dell'impatto della malattia, senza però un rapido ritorno alla normalità. Per gli investitori vale dunque la pena chiedersi cosa potrebbe accadere al comparto sanitario di fronte a un'eventualità del genere. In generale, il sistema sembra essersi adattato e non dovrebbe quindi più rischiare di andare incontro a una situazione di paralisi come l'anno scorso, il che dovrebbe rendere un eventuale processo di coesistenza con il virus in qualche maniera gestibile.
Di questo avviso è Eric Labbé, di Cpr Am: «Anche in presenza di un virus persistente, gli ospedali hanno ormai incorporato il Covid nei loro protocolli e diminuito significativamente la necessità di ritardare o riprogrammare l'operatività. Ora possono gestire, sia le emergenze Covid, sia le attività quotidiane. Allo stesso modo, i pazienti si stanno rivolgendo di nuovo ai medici per chiedere il rinnovo delle loro prescrizioni, come avevano smesso di fare durante la prima ondata. Campi come l'oncologia, la cardiologia, le protesi al ginocchio e all'anca, sono già ripartiti e dovrebbero continuare a beneficiare della ripresa della solita routine». Per stabilizzare una migliore gestione di un complesso sanitario che nell'ultimo anno ha dovuto affrontare uno scenario da guerra ovviamente servirà tutta una filiera di prodotti e servizi anti-corona capace di alimentare notevoli opportunità economiche, come ricorda Jenna Denyes, di Gam Investments: «Il settore sanitario è quello che fornisce la soluzione alla crisi globale. Vaccini, esami, trattamenti: questi sono gli strumenti che useremo per ricostruire passo passo una vita con un certo grado di normalità. Il virus Sars-Cov-2 sarà endemico, come l'influenza, e ci aspettiamo che le varie soluzioni diventino un tassello standard».

UN USO SEMPRE PIÙ MASSICCIO DI TECNOLOGIE DIGITALI

Oltre ai prodotti e servizi direttamente coinvolti nella gestione della pandemia, un profondo lavoro verso una sempre maggiore sostenibilità del sistema deve comunque essere portato avanti, impegno che richiederà un uso sempre più massiccio di tecnologie digitali. In pratica il macro-settore dell'healthcare non sta seguendo dinamiche così incredibilmente differenti rispetto al resto dell'economia. In questi termini si esprime Aanand Venkatramanan, di Legal & General Investment Management: «Se, ad esempio, una campagna vaccinale più lenta del previsto o l'emergere di nuove varianti dovessero portare a una prolungata crisi del Covid, un'enfasi ancora maggiore verrebbe posta sul bisogno urgente di riconfigurare in maniera massiccia l'infrastruttura sanitaria, sganciando diverse aree chiave dell'economia dai colli di bottiglia indotti dalla pandemia. Si spera che ciò spinga i governi a investire in strutture sanitarie scalabili, in nuove tecnologie che potrebbero riallineare le filiere più critiche dell'industria biofarmaceutica».

UN UNIVERSO INVESTIBILE BEN ARTICOLATO

Un simile processo top-down si concretizza in un universo investibile ben articolato e ricco di aree di particolare interesse, come afferma Zehrid Osmani, di Franklin Templeton: «L'healthcare continuerebbe a essere sostenuto se la crisi Covid persistesse. Ogni governo dovrebbe presumere che la pandemia indotta dal Covid-19 si trasformerà in una malattia endemica che l'umanità dovrà affrontare e gestire per qualche tempo, con una richiesta di vaccinazione continua, simile a quella vista ogni anno per l'influenza. Ciò evidenzia quindi la necessità per i governi di garantire che l'infrastruttura sanitaria sia adeguatamente aggiornata per essere in grado di fare fronte a periodi prolungati di aumento delle esigenze di capacità. Prevediamo che questi aggiornamenti assumano la forma di una maggiore capacità, come per i letti ospedalieri in terapia intensiva, ma anche di investimenti per migliorare l'utilizzo e spostare le cure verso strutture a costi inferiori. Tutto ciò può assumere la forma della telemedicina migliorando la velocità del triage e la convenienza e l'efficienza nella gestione dei pazienti che abbiano contratto la malattia in maniera non acuta. Ma potrebbe spingere anche l'uso di dispositivi di monitoraggio remoto che possono migliorare l'aderenza al trattamento e intervenire nelle cure mediche prima che si verifichino costosi peggioramenti che richiedano cure ospedaliere».

dita di miliardi di dosi di vaccini. Cifre molto interessanti al riguardo sono fornite da **Zehrid Osmani**, portfolio manager di **Legg Mason Martin Currie European Unconstrained Fund** di **Franklin Templeton**: «Vale la pena notare che mentre rimaniamo in una pandemia così come definita dall'Oms, alcune aziende farmaceutiche, come AstraZeneca, venderanno i loro prodotti a prezzo di costo, quindi i profitti saranno inferiori alle entrate. Le vendite di vaccini per il 2021 deriveranno dai cinque produttori chiave presenti sul mercato, o quasi approvati, che sono Moderna, AstraZeneca, Pfizer, J&J e Novavax, in grado di raggiungere quasi 8 miliardi di dosi entro la fine dell'anno, oltre agli sforzi dei produttori russi e cinesi. Le vendite dipenderanno dalla velocità di distribuzione del vaccino e dai tassi di assorbimento, ma a nostro avviso fatturati di 30-50 miliardi di dollari sono realistici. I ricavi farmaceutici globali sono di 1,25 trilioni di dollari, quindi tutto ciò rappresenterebbe un aumento delle vendite del 3-4%. Il contributo agli utili è più difficile da stimare, ma a nostro avviso probabilmente più vicino al 2%».

AL DI FUORI DEI GRANDI GRUPPI

Se ci muoviamo però al di fuori dei grandi gruppi farmaceutici, troviamo un altro macro-driver indubbiamente interessante per i prossimi anni, ossia l'aumento della spesa pubblica e, in Europa, l'avvio del Recovery fund. Il nostro continente, oltre a essere il più duramente colpito dal Covid, è anche quello che vanta in assoluto il profilo demografico più vecchio, per quanto il Far East stia velocemente raggiungendo una situazione simile. Di conseguenza, ingenti investimenti in questa area appaiono quanto mai appropriati. È interessante notare che generalmente la sanità non rappresenta uno dei principali beneficiari di stimoli fiscali di tipo keynesiano volti a spingere il Pil reale e quello nominale. La realtà che stiamo vivendo, però, impone un cambio di passo, grazie anche al turbinio di innovazioni tecnologiche in ambito healthcare. Indicativa al riguardo l'analisi di **Eric Labbé**, thematic equity portfolio manager di **Cpr Am**: «I piani di stimolo fiscale puntano a generare crescita ed, eventualmente, inflazione ed è probabile che facciano salire i tassi di interesse a lungo termine. Un'inclinazione della curva non è generalmente favorevole a settori difensivi come l'healthcare, che tuttavia presenta due vantaggi comparati rispetto agli altri segmenti difensivi. In primo luogo, la sua valutazione relativa è più conveniente, secondariamente, ed è l'aspetto principale, la crisi sanitaria ha ricordato l'importanza dell'assistenza medica nel suo complesso, dalla diagnostica ai vaccini. Ha un ruolo chiave nella via d'uscita dalla crisi, oltre a un potenziale di crescita strutturale nella ricerca, come dimostrato dalle nuove tecnologie come l'Rna messaggero. I prossimi benefici che dovremmo trarre dall'eccezionale stimolazione della ricerca e sviluppo dovrebbero andare ben oltre la lotta contro il Covid-19. La combinazione di ricerca fondamentale e nuove tecnologie (Ai, machine learning, ecc.) ha ampliato il campo delle possibilità e può portare un enorme salto nella futura crescita del sistema sanitario nel suo complesso».

OTTICA GROWTH

Non sorprendentemente, dunque, anche in Europa, al di là della logica value, sul lungo periodo vi sono altre aree più interessanti in cui andare a investire rispetto alle grandi e tradizionali case farmaceutiche, quanto meno in ottica growth. È naturale, infatti, che una parte del mondo caratterizzata dalla propria immensa forza nella manifattura di qualità trovi nella strumentazione e nelle tecnologie mediche un ricco universo investibile di occasioni. Questo comparto, infatti, ha un ruolo simile a quello che il ruggente mondo delle small e mid cap biotech riveste in America. In questi termini si esprime Zehrid Osman, di Franklin Templeton: «Non riteniamo che le società farmaceutiche europee ad alta capitalizzazione rappresentino un tema di investimento interessante per il 2021 o sul lungo termine. Ciò è dovuto alla nostra view negativa sulla loro produttività in ricerca e sviluppo, nonché alle continue pressioni sui prezzi affrontate dall'industria a causa dei farmaci che escono dai brevetti, alla concorrenza dei generici e alla pressione sui prezzi dei farmaci da parte dei cosiddetti healthcare payer. Inoltre, in generale, non offrono un profilo di crescita convincente. Riteniamo che ci siano opportunità più attraenti nel campo della tecnologia medica, dove troviamo aziende che operano in mercati di nicchia con minore o nessuna pressione sui prezzi, che devono fronteggiare elevate barriere all'ingresso sul mercato, minori pressioni competitive e minori minacce normative. Inoltre possono trarre vantaggio da una forte opportunità di crescita strutturale di lungo termine che proviene da aree quali la digitalizzazione delle infrastrutture sanitarie, il monitoraggio remoto dei pazienti, le opportunità di genomica e le tendenze di sviluppo di farmaci e di outsourcing della produzione».

Un'Europa, dunque, che offre in ambito healthcare, sia stabilità a buone valutazioni, sia diverse opportunità di crescita lungo tutta la filiera del proprio complesso sanitario.