

COVER STORY

IL GRANDE MOMENTO DEI SEMICONDUTTORI

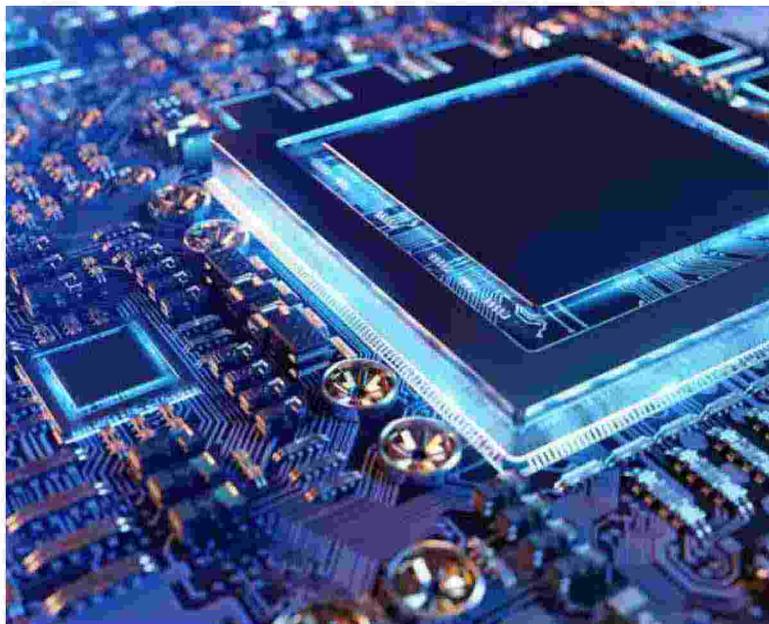
Il mondo ostaggio dei microchip

di Boris Secciani

Ben pochi sanno se la fiammata inflativa in corso proseguirà anche nel lungo periodo, ma è indubbio che nei processi produttivi i colli di bottiglia e la crescita dei costi che hanno determinato il rialzo del costo della vita stanno diventando il punto nevralgico. E in questo ambito i semiconduttori rappresentano un elemento chiave: è infatti esploso il problema della scarsa offerta di questi componenti, che sono ormai input fondamentali in una serie molto ampia di beni, auto elettriche in primis. Alcuni analisti ritengono che la normalizzazione arriverà relativamente presto, mentre altri sono convinti che l'attuale fenomeno di mancanza dei microchip sia destinato a durare

Il 2021, a livello finanziario, con ogni probabilità verrà ricordato per la parola inflazione. Il marcato aumento dei prezzi registrato quest'anno in quasi tutto il mondo alla fine è arrivato in maniera molto più intensa di quanto gli analisti avessero previsto solo un paio di trimestri fa. Forse per il fatto che era ormai un decennio che all'orizzonte non si affacciavano problemi legati a un robusto rialzo del costo della vita o forse per la peculiare maniera con la quale si è arrivati al paradigma attuale, la reazione degli investitori è stata piuttosto scomposta. Immediatamente hanno cominciato a farsi sentire previsioni pessimistiche sull'avvento





ALBERTO ARTONI
portfolio manager Us equity
AcomeA Sgr

che è considerato il cervello dell'hardware tech, a causa della pandemia ha visto l'accelerazione di trend in corso già da diversi anni. Non è una novità, infatti, che questi sofisticatissimi oggetti sono sempre più presenti in una miriade di beni di consumo fra loro collegati nell'internet delle cose. Il problema è che una simile evoluzione ha fatto saltare per aria paradigmi che sembravano consolidati da anni. Dovendo semplificare, per decenni la tesi è stata che nell'alveo dell'it a conquistare le più succulente quote di valore aggiunto fosse chi creava proprietà intellettuale innovativa rispetto a chi era impegnato nella manifattura. Pertanto, nicchie quali la progettazione e il design dei chip, fino ad arrivare al mondo del software e dei servizi che esso generava, sembravano costituire l'avanguardia del radicale processo di trasformazione che stiamo vivendo.

UN NERVO SCOPERTO

Una crisi partita proprio dall'automotive ha però rivelato quanto fallace fosse la tesi che andava a dividere anche l'it fra old e new economy: la manifattura e l'approvvigionamento di materiali e prodotti intermedi si sono rivelati un nervo scoperto per quello che è uno dei pilastri più importanti della civiltà moderna. Di conseguenza, oggi gli investitori non possono fare a meno di chiedersi se siamo di fronte a uno smottamento strutturale nell'allocatione del valore aggiunto. Ciò anche perché, se si dovesse arrivare a un impatto serio e duraturo del rialzo del costo della vita, ci troveremmo di fronte a uno scenario sconosciuto per tutta l'economia di internet. Quest'ultima ha goduto nell'ultimo decennio di condizioni di favore forse irripetibili e che potremmo semplificare nel termine new normal, cioè un mondo stabile, fatto di crescita contenuta e privo o quasi di spinte inflative. In un simile ambiente, quelle po-

PERCENTUALE DI AUTO ELETTRICHE E IBRIDE SUL TOTALE DELLE VENDITE

	2019	2020	2021 e	2025 e
Europa	2.7	10.0	15-20	>30
Cina	4.7	5.5	10-15	25
Usa	2.0	2.0	3-4	>15
Globale	2.5	4.4	7-10	15-20

di una nuova era di stagflazione e su conflitti sociali modello anni '70.

Essenzialmente, infatti, ciò che abbiamo sperimentato finora è una crisi dell'offerta, che si è articolata su due fronti. Da una parte la ormai famigerata questione dei colli di bottiglia presenti lungo la filiera del sistema, dall'estrazione di materie prime alla produzione di semilavorati e ai trasporti. Dall'altra, la difficoltà, registrata in molte economie, a convincere un vasto numero di inattivi a tornare a fare parte della forza lavoro. Tutto ciò ha fatto sorgere il timore di un accumularsi delle pressioni inflazionistiche, come non si vedeva appunto dagli anni '70.

LA QUESTIONE CRUCIALE

Ovviamente tentare di capire come si evolverà la situazione è semplicemente la questione cruciale dei prossimi anni per chiunque voglia investire sui mercati. La tesi più diffusa, e per il momento anche quella con più chance di risultare corretta, è incentrata sull'idea che stiamo assistendo a un fenomeno transitorio. Essenzialmente, la domanda nei paesi sviluppati, dopo un anno di pandemia, è esplosa tutta di un colpo a

fronte di una produzione non in grado di soddisfarla, anche per il fatto che lungo diversi punti di varie filiere globali bisogna lavorare ancora a capacità ridotta per il permanere di significativi problemi di Coronavirus. Se, invece, la scarsità nell'offerta di materie prime, il quadro di quasi oligopolio che alcuni paesi e aziende detengono in determinate produzioni e le tensioni sul piano del lavoro dovessero restare e continuare a intersecarsi in maniera imprevedibile, allora saremmo di fronte a qualcosa che probabilmente le autorità, banche centrali in primis, avrebbero grosse difficoltà a gestire.

In particolare oggi è interessante in questo quadro concentrarsi su caratteristiche, effetti, prospettive e difficoltà produttive nel gigantesco complesso tecnologico, semiconduttori in primis. L'evoluzione macroeconomica attuale, infatti, proprio in questo ampio settore sta trovando uno dei suoi laboratori più interessanti. Proprio nel segmento dei microchip, infatti, è esploso il problema della scarsità di offerta di questi componenti, che sono ormai input chiave in una serie molto ampia di beni, automobili in primis. Come per altri trend tecnologici, quello

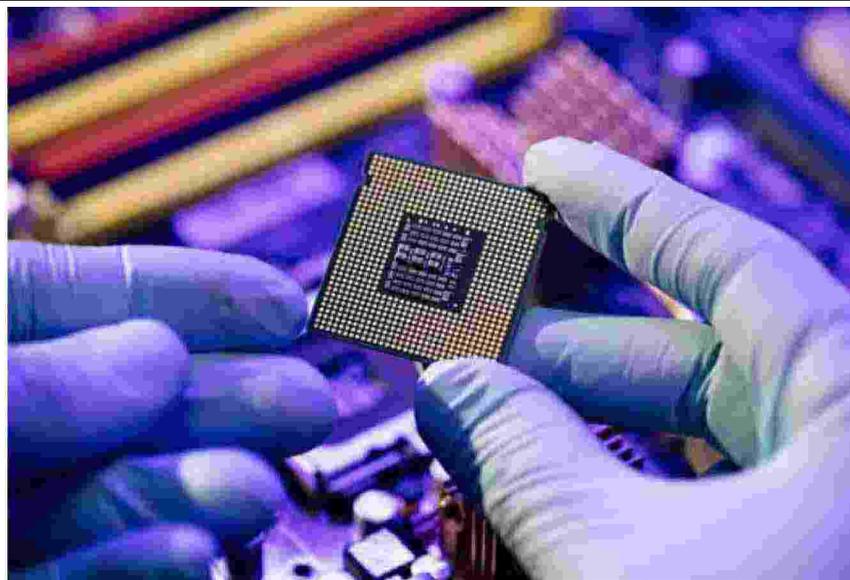
che oasi di crescita significativa hanno visto il già fortissimo interesse dei mercati ulteriormente amplificato da politiche monetarie sempre più audaci, che hanno portato a valutazioni equity elevatissime.

In questo finale di 2021 è invece possibile che stiamo assistendo a qualcosa di nuovo e non facilmente gestibile. Non ci vuole un grande sforzo di fantasia per immaginare un mondo in cui l'iniziale scintilla inflativa data dalla crisi dei semiconduttori porti a un quadro più turbolento (senza arrivare a ipotesi estreme di stagflazione), che indurrebbe le banche centrali ad agire. Pur con tutta la prudenza e la sapienza comunicativa del caso, politiche monetarie meno lassiste sono destinate in ogni modo a mettere la mordacchia all'andamento dei Pil, a innalzare i rendimenti del reddito fisso e quindi (con ogni probabilità) a impattare non poco su titoli a elevata duration, come quelli dei consumi discrezionali e dei servizi internet.

UNA DIFFICILE NORMALITÀ

Di conseguenza, il primo quesito cui bisogna tentare di dare una risposta è quanto vi è di duraturo e sistemico negli spasmi della supply chain dell'hardware tecnologico. Parole di ottimismo, incentrate sulla natura transitoria del quadro attuale, vengono pronunciate da **Alberto Artoni**, portfolio manager Us equity di **AcomeA Sgr**: «Secondo le stime degli analisti delle maggiori case d'investimento, il 2021 si dovrebbe chiudere con un incremento del Gdp statunitense del 5,7%, un record assoluto nella storia dell'economia a stelle e strisce, che non si registrava addirittura dagli anni '80. Tuttavia, la crescita avrebbe probabilmente potuto essere ancora più robusta, se non fosse stato per la recrudescenza del Covid e dei cosiddetti "colli di bottiglia" della filiera produttiva. Mentre è evidente che l'aumento dei contagi nei mesi estivi ha parzialmente rallentato le tanto attese riaperture, è interessante notare che l'economia americana è stata, in un certo senso, vittima della forza della sua stessa ripresa. Il caso più evidente è quello dei semiconduttori, la cui scarsità sta incidendo negativamente su vari settori, in particolare l'automobile».

Il modo in cui il tema del mismatching generale fra domanda post (si spera) Covid e offerta in affanno si è declinato nello specifico dell'ambito dei microchip porta lo stesso Artoni a fare ulteriori interessanti considerazioni. In pratica errori e problemi specifici del comparto auto sono andati a scontrarsi con un consumo di questi oggetti caratterizzato



da una significativa ascesa di lungo periodo: «Quando furono imposti i primi lockdown, le prospettive erano talmente incerte da spingere i produttori, che lavorano ormai da anni con i magazzini ridotti all'osso, a cancellare le forniture in attesa di tempi migliori. Grazie al massiccio intervento delle politiche fiscali e monetarie e alla sorprendente realizzazione dei vaccini, la forte ripresa ha favorito una domanda inattesa, che oggi le filiere produttive non riescono a garantire per intero. Per quanto riguarda i semiconduttori, è inoltre utile ricordare che, accanto alle dinamiche congiunturali, c'è anche un tema di forte di crescita legato al 5G e alla sempre maggiore diffusione dell'elettronica nelle nostre vite, grazie alla cosiddetta "IoT" (internet delle cose). Anche se non è facile stabilire con precisione quando le forniture potranno tornare a essere regolari, questi disallineamenti tendono a equilibrarsi nel medio termine e forse già nel 2022 potremo vedere i primi benefici».



GERGELY MAJOROS
membro del comitato investimenti
Carmignac

Dunque ci sarebbe da restare allacciati alle cinture di sicurezza dell'ottovolante ancora per un anno e poi dovremmo riprendere a vivere in un mondo che, seppure parecchio diverso dal 2019, non dovrebbe neppure presentare caratteristiche incredibilmente lontane dal recente passato. Di ciò sembra convinto anche **Gergely Majoros**, membro del comitato investimenti di **Carmignac**: «Dal nostro punto di vista, i vincoli attualmente diffusi nell'offerta di semiconduttori sono principalmente causati da specifici colli di bottiglia legati alla pandemia, piuttosto che da limiti strutturali. Anche se molti di questi colli hanno iniziato a mostrare segnali di distensione, ci vorrà tempo prima che il miglioramento sia evidente, perché la catena di fornitura dei semiconduttori rimane un processo delicato, complesso e a più livelli. Non ci aspettiamo dunque che questi vincoli scompaiano prima della metà o della fine del 2022. In un'ottica di lungo periodo, per quanto la domanda di chip sia strutturalmente in crescita e i cicli per i semiconduttori si stiano ampliando, crediamo che una correzione in questo mercato sia inevitabile».

IL CAPEX, LA VARIABILE CHIAVE

Le parole di Majoros contengono alcuni concetti estremamente importanti sulla situazione attuale dei semiconduttori. Si tratta, infatti, di un segmento che fino a poco tempo fa (l'esempio più recente risale al biennio 2017-18) era caratterizzato da una fortissima volatilità, con violenti e rapidi cicli di boom and bust. Questi ultimi, poi, erano innescati dalla difficoltà di calibrare in maniera corretta l'andamento ondivago che si ha

in ambito consumer con gli ingenti piani di capex di lungo periodo necessari a espandere la produzione. L'avvento della digitalizzazione di tutto e dell'internet delle cose ha sicuramente rafforzato e reso meno instabile il primo lato dell'equazione. Di conseguenza, oggi la questione chiave è costituita dagli investimenti lungo tutta la filiera produttiva dei chip. I cambiamenti da operare sono dunque profondi e dall'esito incerto: non sorprende, dunque, che non manchi chi vede, nello specifico dell'auto, un orizzonte temporale di anni prima di adattarsi al nuovo mondo. **Wesley Lebeau**, portfolio manager di **Cpr Asset Management** e gestore del fondo **Cpr Invest-Global Disruptive Opportunities**, afferma: «È probabile che questa carenza di chip si protragga ancora, perché l'espansione delle catene di fornitura richiede tempo. Storicamente, una gran parte della capacità di fornitura esistente viene assorbita da applicazioni destinate ai consumatori, all'informatica e alle comunicazioni e convertirla nel settore automobilistico può richiedere lunghi processi di qualifica. Anche l'espansione delle capacità richiede tempo, soprattutto quando sono necessari nuovi edifici. La domanda è ben supportata dai veicoli elettrici, dai sistemi avanzati di assistenza alla guida e da altri trend e rimarrà forte. Crediamo che l'offerta e la domanda rimarranno squilibrate per molto tempo, dato che le aziende automobilistiche hanno seguito per decenni il principio del "just-in-time" (produrre solo ciò che è stato già venduto o che si prevede di vendere in tempi brevi), mantenendo la propria produzione snella, mentre trasferivano l'onere del capitale cir-

colante e la gestione della catena di approvvigionamento ai fornitori. Il nuovo approccio segue il metodo "just-in-case" (disporre di un magazzino sufficiente per coprire tutte le eventualità e volumi di domanda inaspettati) e ci vorranno alcuni anni per raggiungere il livello di stock necessario».

UN FORTE OTTIMISMO

Si potrebbe ragionevolmente obiettare che in fondo stiamo parlando di una situazione ben specifica, che per certi versi ricorda il vecchio mondo caratterizzato da uno scarto molto forte fra il ciclo dei consumi e i tempi necessari per operare investimenti industriali. L'automobile è notoriamente un comparto volatile e dal forte beta rispetto al ciclo economico e, dati i margini non elevatissimi della sua componentistica elettronica, l'ammontare investito a lungo non è stato adeguato. L'IoT si sta però rivelando un game changer generale, che non verrà probabilmente danneggiato neppure da una forte espansione della capacità produttiva.

Da questo punto di vista, se osserviamo il segmento delle cosiddette fonderie di microchip (de facto ormai un benchmark generale dello stato delle supply chain It), i segnali che arrivano dalle comunicazioni aziendali sono incentrati su un forte ottimismo. Margini, previsioni di utili, pricing power atteso e altri elementi sembrano non essere più di tanto minacciati dall'inevitabile allargamento della capacità produttiva. Qualche dettaglio in più su questo argomento viene elaborato da **Jason Pidcock**, head of strategy, asian income di **Jupiter Asset Management**:



JASON PIDCOCK
head of strategy, asian income
Jupiter Asset Management

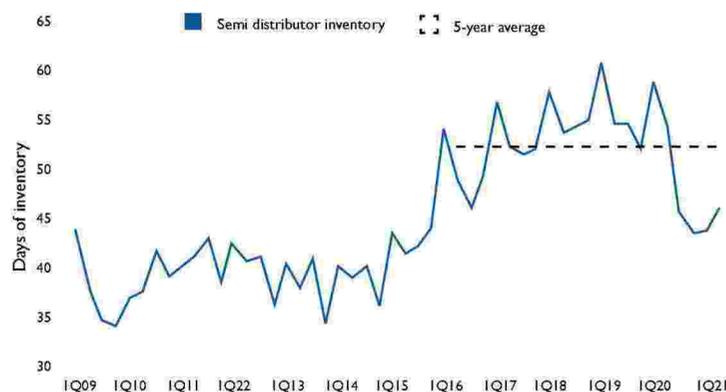
«Tsmc è la più grande società di fonderia di semiconduttori del mondo che produce chip su ordinazione per gli utenti finali. Il management ha recentemente aumentato la guidance sul margine lordo sostenibile a lungo termine dal 50% al "50% e oltre". Ciò dimostra che mantengono un buon potere di determinazione dei prezzi, nonostante la guidance preveda anche una spesa per investimenti in capex di circa 100 miliardi di dollari nei prossimi tre anni: ad esempio, è stata confermata la costruzione di uno stabilimento in Giappone, che dovrebbe iniziare nel 2022 con l'avvio della produzione alla fine del 2024. Il ceo prevede che l'elevato impiego della capacità produttiva persista nel 2021 e nel 2022. Pertanto, sembra ragionevole ritenere che il mercato dei semiconduttori resterà in difficoltà fino a circa il 2023 o il 2024, a meno che non si verifichi una grave flessione dell'economia globale».



WESLEY LEBEAU
portfolio manager
Cpr Asset Management
e gestore
Cpr Invest-Global Disruptive
Opportunities

NUMERO DI GIORNI DI MAGAZZINO PER I DISTRIBUTORI DI SEMICONDUTTORI

Un insieme di fattori ha portato l'industria a non essere in grado di soddisfare la crescente domanda di chip sulla scia del rimbalzo dell'attività commerciale e dell'accelerazione della digitalizzazione dell'economia globale.



Fonte: Company data, Bloomberg, As of 30 June 2021