

Il bisogno crescente di scavare più a fondo nella cassetta degli attrezzi

Autore



Robert M. Almeida, Jr.
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In breve

- L'espansione dei multipli basati sugli utili e la diminuzione dei premi al rischio segnalano che le azioni sono costose
- Comprendere i limiti dei parametri valutativi è molto utile
- Il contesto odierno non sembra avallare un rapporto price/sales elevato

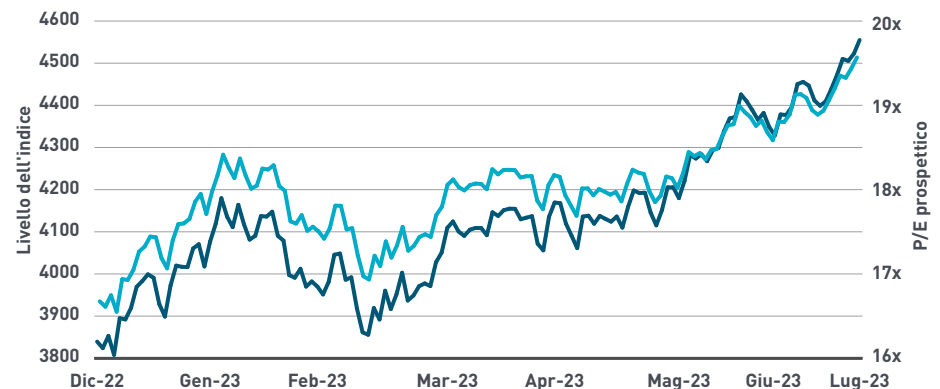
L'espansione dei multipli azionari e la diminuzione dei premi al rischio

L'entusiasmo intorno all'intelligenza artificiale, la discesa dell'inflazione e i dati economici migliori del previsto hanno contribuito alla solidità esibita quest'anno dai mercati azionari globali.

Allo stesso tempo, le aspettative di crescita degli utili sono state contenute o leggermente negative. L'aumento dei prezzi pagati per le azioni non è stato accompagnato da previsioni di utile più elevate e ciò ha fatto ampliare il multiplo P/E, come mostra il Grafico 1. Gli investitori stanno pagando molto di più per lo stesso flusso di profitti.

Grafico 1: pagare di più per ottenere di meno

■ S&P 500 (asse sx) ■ P/E prospettico dell'indice S&P 500 (asse dx)

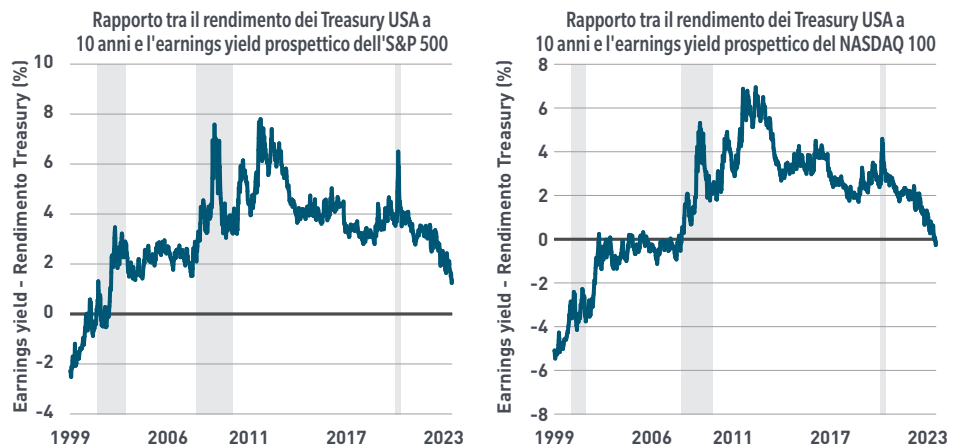


Fonte: FactSet. Dati giornalieri dal 30 dicembre 2022 al 18 luglio 2023. Il P/E prospettico si riferisce ai prossimi dodici mesi.

Possiamo osservare questo fenomeno anche attraverso la lente dei premi al rischio azionario. Storicamente, l'earnings yield atteso delle azioni rispetto al rendimento offerto dai titoli di Stato si colloca in media tra il 3% e il 5%. L'effetto combinato dei tassi d'interesse su livelli più normali, da *libero mercato*, dopo il ciclo di rialzi dei tassi avviato nel 2022, e del rally del mercato azionario di quest'anno ha spinto i premi al rischio su livelli estremi che non si vedevano dai tempi della bolla di Internet. Il grafico a destra illustra i premi al rischio negativi del Nasdaq 100, un indice a forte componente tecnologica.



Grafico 2: Premi al rischio troppo bassi



Fonte: FactSet. Dati settimanali dal 31 dicembre 1999 al 14 luglio 2023. Earnings yield prospettico = 1 diviso per il rapporto price/earnings dei prossimi dodici mesi. Aree ombreggiate = recessioni USA.

La lezione di George Box

Molti degli investitori odierni, che siano o meno professionisti, non hanno mai sperimentato un mercato come questo. Sono diventati avvezzi a mercati ascendenti e a un sistema che consentiva la privatizzazione dei profitti e della ricchezza e la socializzazione delle perdite in conto capitale quando i mercati andavano incontro a stress prolungati.

Dato che oggi giorno i più ignorano questi segnali d'allarme, forse è bene adottare un'altra prospettiva.

Il famoso statistico britannico George Box riteneva che tutti i modelli fossero inerentemente sbagliati perché radicati nel passato, ma anche che comprendere tali limiti fosse molto utile. Questa conoscenza consente infatti di variare la ponderazione o l'enfasi posta sui diversi input in base alle circostanze presunte o percepite e alle differenze rispetto al passato.

Price-to-sales

Poco fa ho menzionato la bolla di Internet. Essendo scoppiata più di due decenni fa, molti investitori di oggi all'epoca non gestivano ancora portafogli, eppure la maggior parte di essi conosce quantomeno le circostanze di quello storico evento.

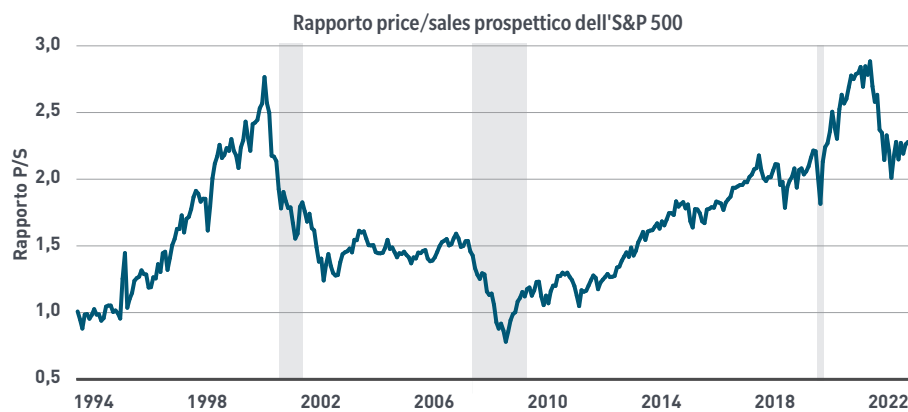
Ciò che si tende a ricordare di più è l'aumento astronomico delle valutazioni delle società il cui nome finiva in .com o .net. Ma ciò che spesso viene tralasciato è l'enorme ciclo di capitali creato da Internet. Sono stati installati computer su ogni singola scrivania e tutti sono stati collegati tra loro attraverso la rete. Ciò ha innescato un ciclo di investimenti aziendali che ha portato a un'esplosione della crescita economica e dei fatturati. Tuttavia, le valutazioni erano talmente esorbitanti che, nonostante l'enorme crescita, i titoli rimanevano incredibilmente costosi anche considerando il rapporto price/sales.



Ma il ciclo economico post-2008 è stato completamente diverso. Non vi è stato alcun ciclo di spese in conto capitale. I timori di deflazione, la diminuzione della velocità di circolazione della moneta e la debolezza della domanda finale hanno dirottato il capitale aziendale preso a prestito dagli investimenti fissi (per esempio le attrezzature) a operazioni quali riacquisti di azioni, aumenti dei dividendi e acquisizioni. Questa combinazione ha portato al ciclo economico più debole da oltre un secolo a questa parte e a una crescita delle vendite storicamente anemica. Eppure le azioni sono andate alla grande, perché le società hanno potuto aumentare la redditività abbattendo i costi grazie al mix di spesa per interessi in calo, delocalizzazione della manodopera e diminuzione degli investimenti fissi. Ma nel 2022 questo paradigma è tramontato, e la spinta agli utili data dai tassi bassi, dalla delocalizzazione e dai sottoinvestimenti non solo si è esaurita: si è addirittura invertita.

Visto il grado di linearità e orientamento al breve termine di molti investitori azionari, è probabile che i rapporti price/earnings relativi ai dodici mesi successivi e gli earnings yield sottovalutino i rischi. Traendo ispirazione dagli insegnamenti di George Box, il grafico 3 mostra il rapporto price/sales dell'S&P 500 a partire dalla metà degli anni '90.

Grafico 3: Rapporti price/sales non sui massimi ma elevati



Fonte: FactSet. Dati mensili dal 31 gennaio 1994 al 30 giugno 2023. Prospettico = relativo ai prossimi dodici mesi. Aree ombreggiate = recessioni USA.

Come già osservato, nonostante la forte crescita, negli anni '90 le azioni erano costose anche in base a questo multiplo basato sulla crescita. Non sorprende che, data la debolezza dell'economia e della crescita dei fatturati durante il ciclo economico successivo al 2008, il rapporto si sia ingrandito e abbia raggiunto picchi che non si vedevano dall'apice della bolla di Internet. I rapporti tra corsi azionari e fatturati sono leggermente diminuiti nel 2021 per effetto dell'espansione post-lockdown dovuta agli stimoli fiscali e monetari. Tali stimoli nel frattempo sono venuti meno, facendo nuovamente aumentare questo multiplo a fronte dell'apprezzamento delle azioni nel 2023.



Conclusioni

Le azioni sono costose in base ai parametri di valutazione tradizionali. Il quadro generale, tuttavia, è più sfumato. Il contesto di bassi costi del capitale è terminato, poiché i livelli di debito accumulati dovranno essere finanziati a costi più elevati, spingendo al ribasso i free cash flow. Anche il contesto di manodopera a basso costo si è concluso. Così come è terminato il paradigma basato su filiere produttive sovraccariche e su investimenti insufficienti in modalità più pulite (in termini energetici) di gestione d'impresa.

Per tornare all'assioma di Box sui modelli sbagliati ma utili, penso alle valutazioni in maniera analoga. Ogni ciclo economico e ogni contesto di mercato sono diversi e queste idiosincrasie influenzano l'utilità dei vari parametri di valutazione. È per questo che disporre di un'ampia gamma di input valutativi e comprendere i limiti di ciascuno di essi può essere istruttivo.

Abbiamo inaugurato un nuovo paradigma. Un paradigma in cui il capitale e il lavoro non sono mai stati più scarsi dopo il 2009. Un paradigma in cui non tutte le aziende saranno in grado di realizzare guadagni superiori ai costi nuovi o normalizzati dei loro fattori produttivi. Un paradigma fatto di maggiori inadempienze su prestiti e obbligazioni, ristrutturazioni di capitale e fallimenti. Gli strumenti necessari per navigare con successo nell'attuale paradigma sono molto diversi da quelli adoperati nel precedente. Come ci avrebbe forse suggerito Box, bisogna riconoscere che tutti i modelli valutativi e fondamentali sono sbagliati, ma che alcuni sono ancora utili. Gli investitori dovranno studiare molto di più, e potrebbero scoprire che utilizzare uno strumentario non solo valutativo ma anche fondamentale può essere molto utile per orientarsi nell'attuale ciclo. ▲

Il **rapporto price/earnings** viene calcolato dividendo il corso azionario di una società per i suoi utili per azione.

Il **rapporto price/sales** misura il valore di una società in relazione all'importo totale dell'ultimo fatturato annuo.

L'**S&P 500 Index** misura la performance delle 500 maggiori società statunitensi quotate sul mercato azionario degli Stati Uniti.

Il **Nasdaq 100** è un indice composto dai 100 maggiori titoli non finanziari quotati sul listino NASDAQ.

"Standard & Poor'sSM" e "S&PSM" sono marchi registrati di Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") e Dow Jones è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Tali marchi sono concessi in licenza d'uso ad S&P Dow Jones Indices LLC e concessi in sublicenza per determinati scopi ad MFS. L'S&P 500[®] è un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC, ed è stato concesso in licenza d'uso ad MFS. I prodotti di MFS non sono sponsorizzati, approvati, venduti o promossi da S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o dalle rispettive affiliate, e né S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P, né le rispettive affiliate rilasciano alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire in tali prodotti.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS[®] e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America Latina** - MFS International Ltd.; **Canada** - MFS Investment Management Canada Limited. Questa comunicazione non è stata esaminata da commissioni per la borsa valori o equivalenti autorità regolamentari canadesi.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali.

Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera: pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS[®], con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) - autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento.