

La Rinascita della Gestione attiva

Autore



Michael W. Roberge
Chairman e CEO

Il 2022 è stato un anno di inflazione. Quasi tutte le banche centrali si sono ritrovate dietro la curva e hanno dovuto implementare politiche restrittive per mettersi al passo. Credo che nel 2023 sia stata riservata maggiore attenzione al ciclo economico. L'inflazione sta lentamente scendendo. Il punto ora è capire se avremo o meno una recessione. Atterraggio morbido o duro? Nel giro di un anno, la narrazione si concentrerà sull'entità del rallentamento della crescita economica e sulle possibili sembianze del ciclo economico successivo.

Cosa potrebbe segnalare la curva dei rendimenti

Il tasso sui Fed Fund si aggira ora sul 5,0-5,25% e il mercato sconta un tasso terminale superiore forse di un altro quarto di punto.¹ La Federal Reserve controlla la porzione a breve della curva. I tassi a tre mesi sono leggermente aumentati, ma il mercato controlla i tassi a dieci anni, che si collocano intorno al 3,7%.¹ La curva è fortemente invertita. Storicamente, quando la curva dei rendimenti si inverte in questo modo, l'economia rallenta in maniera significativa o entra in recessione. Cionondimeno, i mercati si aspettano una svolta accomodante della Fed nella seconda metà dell'anno. Sebbene l'inflazione sia destinata a scendere nel 2023, ritengo che nel primo semestre potrebbe mantenersi su livelli più elevati di quelli auspicati dalle banche centrali e che, di conseguenza, i tassi ufficiali potrebbero restare alti più a lungo.

L'importanza della gestione attiva

Nonostante i molti segnali di recessione, gli asset rischiosi sembrano pensarla diversamente. Guardando alle previsioni di consenso sugli utili, le aspettative, pur essendo in calo del 2-5%, non sono compatibili con una tipica recessione, che vorrebbe un calo di almeno il 10-30%.² In un ciclo tradizionale, di solito i mercati azionari toccano un minimo solo dopo gli utili societari. Le aziende stanno suggerendo di essere in grado di proteggere i margini nonostante il probabile rallentamento dell'economia.

Tuttavia, credo che le imprese non sappiano che aspetto assumerà la crescita e, in prospettiva, ritengo che gli utili non abbiano ancora toccato il fondo. Questo ciclo sarà diverso da quello che lo ha preceduto, e creerà un contesto in cui la gestione attiva farà la differenza. Decenni di tassi d'interesse in calo hanno sospinto utili e profitti. La quota del lavoro sul prodotto interno lordo (PIL) è diminuita e gli investimenti sono crollati. Questi fattori hanno contribuito ad accrescere i margini, che restano vicini ai massimi storici.

Lo scenario degli ultimi 10-12 anni si è invertito. Come ho già detto, l'inflazione sarà più elevata e le banche centrali non saranno in grado di abbassare i tassi come previsto. Forti degli insegnamenti tratti dalla pandemia, le aziende stanno rimpatriando le catene di fornitura, e ciò creerà costi aggiuntivi. Dopo la crisi finanziaria globale, la spesa per investimenti è stata dirottata su dividendi, riacquisti azionari e asset intangibili.³ Oggi in molte aziende l'intensità di capitale è già aumentata per via degli investimenti in impianti e attrezzature. Anche per ridurre l'intensità di carbonio bisogna mettere a frutto più capitale. L'aspetto positivo della spesa per investimenti è che crea un potenziale di crescita nel tempo, e su questa crescita è possibile generare un rendimento. I costi del lavoro sono in aumento, in quanto le aziende mantengono e assumono



dipendenti. Gli investimenti nella diversità e nell'uguaglianza della forza lavoro dovrebbero favorire una crescita più giusta e rendere il mondo un posto migliore, ma ciò potrebbe penalizzare i margini. Per tutti questi motivi, ritengo che la situazione sul fronte dei costi aziendali muterà radicalmente e che i picchi dei multipli e dei margini siano ormai acqua passata. Anche in questo caso, si tratta di un contesto in cui la gestione attiva può fare la differenza in quanto riesce a individuare le aziende con un solido posizionamento competitivo, pricing power e cash flow in grado di fornire una parziale protezione degli utili.

Volatilità e dispersione: un'opportunità per i gestori attivi

Veniamo da un contesto in cui le banche centrali hanno azzerato i tassi e soppresso la volatilità. Ogni volta che succedeva qualcosa di brutto, la Fed interveniva e forniva liquidità. Quei tempi sono finiti: oggi si prospetta una volatilità più elevata, che darà luogo a una significativa dispersione e a grandi opportunità per i gestori attivi. Credo che l'era del Beta a buon mercato nella gestione passiva sia ormai alle nostre spalle.⁴ La differenziazione conta, e avere un vantaggio in termini di orizzonte temporale fa la differenza. Oggi abbiamo un sovraccarico di informazioni, ma siamo affamati di conoscenza. La capacità di escludere il rumore di fondo di breve termine e di individuare le leve del valore a lungo termine è un chiaro vantaggio nelle attuali condizioni di mercato.

Il mercato sta tornando a valutare le aziende sulla base dei cash flow. In retrospettiva, molte società a bassa capitalizzazione – le cosiddette "società zombie" – non hanno prodotto cash flow operativi sufficienti a ripianare i propri debiti. Queste aziende avrebbero dovuto essere estromesse dal sistema, consentendo a quelle più sane di esercitare il loro pricing power. Sono queste le imprese con le maggiori probabilità di successo. È questo che i gestori attivi sono in grado di fare: individuare e investire in queste società per generare rendimenti corretti per il rischio per i clienti.

Asset allocation: il ritorno del 60/40

Negli ultimi anni molti si sono chiesti se avesse ancora senso investire in un tipico portafoglio 60/40 di azioni e obbligazioni. In un'ottica futura, credo che questa opzione sia di nuovo valida. Dal punto di vista degli investimenti, l'attuale contesto è decisamente più favorevole rispetto all'ultimo decennio. La liquidità ha un rendimento. I mercati obbligazionari offrono performance interessanti, anche al netto dell'inflazione. Ora è possibile determinare i premi al rischio su tali tassi e costruire un'asset allocation che resista alla prova del tempo. Quando i tassi erano rasoterra e la volatilità era bassa, questo non era possibile. Oggi ritengo che abbia senso investire nelle obbligazioni societarie investment grade, che offrono un rendimento interessante con uno spread ragionevole per il rischio di credito, e dunque una performance potenzialmente discreta lungo l'intero ciclo. Sebbene le azioni e alcuni dei segmenti obbligazionari più rischiosi possano andare incontro a qualche difficoltà, un solido tasso privo di rischio (tasso dei Treasury), sommato a un premio al rischio azionario del 3-4%, rappresenta un buon rendimento lungo un intero ciclo. Non siamo in grado di prevedere il punto minimo del mercato; se le azioni dovessero sottoperformare per una parte di quest'anno a causa del calo degli utili, ritengo che gli investitori farebbero bene a ribilanciare i portafogli verso un'allocazione 60/40 o un'altra allocazione adeguata. A differenza di un paio di anni fa, oggi gli investitori hanno delle opportunità da cogliere. ▲



Note:

- ¹ Bloomberg e Federal Reserve, al 2 giugno 2023.
- ² FactSet Research, sulla base dei componenti dell'S&P 500.
- ³ La spesa per investimenti è la somma che un'organizzazione o un'azienda spende per acquistare, mantenere o migliorare le proprie immobilizzazioni, come edifici, attrezzature o terreni.
- ⁴ Il Beta misura la volatilità di un portafoglio rispetto al mercato nel suo complesso. Un beta inferiore a 1,0 indica un rischio più contenuto rispetto al mercato; viceversa, un beta superiore a 1,0 rileva un rischio più elevato in rapporto al mercato. In quanto misura del rischio, risulta maggiormente affidabile laddove le fluttuazioni dei rendimenti del portafoglio presentano una forte correlazione con l'andamento dei rendimenti evidenziato dall'indice scelto per rappresentare il mercato.

"Standard & Poor'sSM" e S&P "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 a 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.