

O le azioni o le obbligazioni hanno torto

Autore



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

In breve

- O i rendimenti reali negli Stati Uniti sono troppo alti oppure le valutazioni azionarie sono ben al di sopra del valore equo.
- E se le valutazioni azionarie riflettessero la promessa dell'IA? La storia insegna che gli operatori storici non sempre vincono.
- In questo nuovo paradigma, i meno adatti falliranno e cederanno la loro quota di ricavi e profitti ai più adatti.

Un grande investitore ebbe a dire che "tutti gli investimenti sono investimenti value". Aveva ragione, perché pagare un prezzo eccessivo si è rivelato un ostacolo molto difficile da superare. La difficoltà sta nel valutare quale sia il vero "valore", data l'enorme gamma di variabili in grado di influenzare il futuro di qualsiasi azienda, vecchia o nuova che sia, soprattutto in un mondo in continua evoluzione.

Nei miei articoli parlo raramente di valutazioni del mercato azionario, come i rapporti price/earnings degli ultimi o dei prossimi dodici mesi, soprattutto perché non sono misure del valore. Sono parametri utilizzati solo per comparare il valore relativo di diverse categorie di asset finanziari. Si tratta di indici matematici a breve termine utilizzati a dismisura da investitori che non hanno la capacità o il tempo necessari per comprendere a fondo il funzionamento interno di un'azienda e il suo enterprise value.

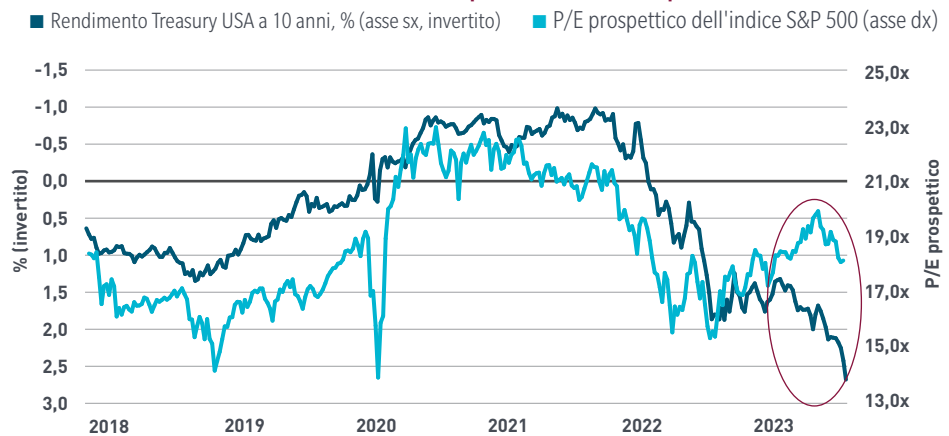
Tutti gli asset rischiosi, pubblici o privati, azionari o obbligazionari che siano, devono compensare gli investitori per il rischio di perdita del capitale, ma anche per il tempo. Il capitalismo funziona solo quando i risparmiatori e gli investitori vengono ricompensati per aver immobilizzato il loro denaro. I tassi d'interesse rappresentano il prezzo del tempo e sono incorporati nel valore di ogni asset rischioso. Questo spiega perché esiste una relazione tra i tassi d'interesse e le valutazioni degli asset.

Questa relazione si è interrotta

La linea blu, misurata dall'asse di sinistra, è il rendimento (invertito) del Treasury Inflation Protected Security (TIPS) statunitense a 10 anni. Lo usiamo come indicatore dei tassi reali attesi negli Stati Uniti. La linea azzurra sul lato destro rappresenta il rapporto price/earnings a dodici mesi dell'S&P 500.



Figura 1: I rendimenti reali sono troppo alti oppure le valutazioni azionarie sono ben al di sopra del valore equo.



Fonte: Bloomberg. Dati settimanali dal 5 gennaio 2018 al 6 ottobre 2023. P/E prospettico per i prossimi dodici mesi. Rendimento reale del Treasury USA a 10 anni ricavato dal Treasury USA a 10 anni e da un Inflation-Protected Security. L'**S&P 500 Index** misura la performance delle 500 maggiori società statunitensi quotate sul mercato azionario degli Stati Uniti.

Il rapporto è semplice. Quando i tassi d'interesse diminuiscono, il valore dei cash flow futuri aumenta e spinge al rialzo le valutazioni azionarie. Si evince chiaramente dal grafico. Il lockdown durante la pandemia hanno consentito alle banche centrali di intensificare la repressione finanziaria. Dai livelli pre-pandemici di circa l'1%, i rendimenti reali sono scesi a valori negativi, e gli asset rischiosi hanno reagito positivamente.

La relazione funziona anche in senso inverso. Dopo l'agguato dell'inflazione del 2022, le valutazioni azionarie sono dovute crollare per compensare gli investitori della crescente competitività dei rendimenti privi di rischio.

Il cerchio mette in risalto la rottura di questa relazione generale. O i rendimenti reali, pari a un 2% storicamente più normale, sono troppo alti, o le valutazioni azionarie sono ben al di sopra del valore equo. In altre parole, il mercato obbligazionario sta segnalando qualcosa di molto diverso dal mercato azionario.

Se il mercato obbligazionario ha ragione, dov'è che sta sbagliando il mercato azionario?

Il paradigma pluridecennale fatto di capitale abbondante e a buon mercato, manodopera a basso costo e spesa in conto capitale contenuta che ha fatto salire i margini di profitto sui massimi storici è finito. Potrebbe essere in atto la fallacia dell'estrapolazione, in quanto gli investitori azionari ipotizzano che la spinta benefica dei profitti continuerà ininterrotta.

Ma la triste realtà è che questa spinta è diventata negativa. Il credito è diventato scarso e costoso. Sebbene l'indebitamento netto delle imprese appaia accettabile per effetto degli utili passati, gli investitori devono considerare l'indebitamento rispetto agli utili normalizzati, non al picco degli utili. Inoltre, benché durante la pandemia sia stato estinto molto debito, raramente gli eventi creditizi riguardano i muri delle scadenze: di solito sono legati all'insostenibilità delle strutture del capitale. Con il 2024 alle porte, gli investitori cominceranno finalmente a incorporare nei loro modelli di free cash flow i costi del capitale, che ora sono notevolmente più elevati. Gli elevati carichi debitori accumulati nel corso degli anni sono stati utilizzati per potenziare i cash flow esistenti piuttosto che per investire in nuovi flussi reddituali. Quel debito dovrà probabilmente essere ripagato, ma a costi molto più elevati e con redditi inferiori.



Anche il lavoro è diventato scarso e rappresenta una spesa significativa che inciderà sui profitti futuri. Quest'anno, negli Stati Uniti la media è di un'istanza di fallimento ogni uno-due giorni lavorativi, perché le aziende falliscono sotto il peso del debito o semplicemente perché i loro modelli di business non sono più percorribili in un mondo in cui il capitale scarseggia. Il costo del lavoro dovrebbe normalizzarsi man mano che l'equilibrio verrà ripristinato, ma il processo potrebbe essere lungo. Fino ad allora, il costo del lavoro sarà un freno per i rendimenti.

E se il mercato obbligazionario si sbagliasse?

Forse il divario valutativo rappresenta un premio per l'intelligenza artificiale e il mercato obbligazionario ne sta sottovalutando gli effetti?

Anche se questa è una possibilità, la storia insegna che gli aumenti di produttività finiscono con l'essere azzerati dalla concorrenza. Le imprese beneficiano di una spinta iniziale ai profitti grazie alle nuove tecnologie e al fatto che i lavoratori possono produrre di più con meno, ma spesso arrivano nuovi operatori con nuove idee che cambiano le dinamiche settoriali e fanno sgonfiare questi incrementi.

I destabilizzatori e gli innovatori tendono a capitalizzare le nuove tecnologie e a usurpare la proposta di valore degli operatori storici. A nostro avviso, se da un lato è vero che l'intelligenza artificiale può cambiare radicalmente il funzionamento della società, dall'altro può far emergere una categoria completamente nuova di aziende in grado di sostituire alcune delle imprese che attualmente contaminano i benchmark. Per questo motivo siamo fermamente convinti del valore futuro della gestione attiva.

I banchieri centrali, durante la prossima ondata di tensioni finanziarie, rispolvereranno la repressione finanziaria e la socializzazione delle perdite?

Sebbene tutto sia possibile, questa ci sembra un'eventualità poco probabile. Del resto, volere è sempre potere? Ossia: le autorità potrebbero "volere" reprimere i tassi, ma "possono" farlo?

Rispetto agli episodi precedenti, la maggior parte delle economie avanzate si trova a fare i conti con rapporti debito/PIL ai massimi storici e deficit di bilancio in forte aumento. Si tratta di nuovi vincoli potenziali per i decisori politici, in quanto i vigilantes obbligazionari sono chiaramente tornati alla carica dopo anni di letargo. I governi, proprio come gli asset rischiosi, devono competere per il capitale dei risparmiatori e ora si ritrovano anch'essi alla mercé del mercato obbligazionario.

Conclusioni

Per un'infinità di ragioni, i mercati azionari tendono a scontare in ritardo gli esiti finanziari indesiderati. I lettori abituali di questi articoli ricorderanno quanto scritto in altre occasioni su questo tema. Sebbene i tassi, a breve e a lungo termine, nominali e reali, possano oscillare verso l'alto o verso il basso, il paradigma è cambiato, e riteniamo altamente improbabile che i tassi tornino sui minimi pre-pandemici.

Questo paradigma sarà diverso da quello che lo ha preceduto. Le imprese meno adatte sono riuscite a sopravvivere grazie alla riduzione dei costi. Ma i costi non sono più contenuti e anzi continuano a crescere, introducendo un elemento di tensione. In questo nuovo paradigma i meno adatti falliranno e cederanno la loro quota di ricavi e profitti ai più adatti.

Gli investitori in grado di capire quali imprese possiedono un valore reale e quali no si troveranno in una posizione invidiabile rispetto al mercato più ampio. ▲



Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenzianti di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

"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.