

Il passato è prologo

Autore



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

In breve

- L'anomalia è la correlazione negativa tra azioni e obbligazioni osservata dal 1998 al 2019, non la relazione positiva iniziata nel 2022.
- Nei prossimi anni ci aspettiamo che la diversificazione sia data in misura crescente dalla selezione dei titoli e dei gestori.

Un pesce sa di nuotare nell'acqua? Probabilmente non finché non scopre l'aria. Questa storiella illustra (spero) che può essere difficile riconoscere, e tanto meno capire, il paradigma in cui si vive fino a quando non si verifica un brusco cambiamento.

Le acque in cui nuotavamo

I tassi d'interesse sono la ricompensa per i risparmiatori che rinunciano a consumare nel momento presente. Dal momento che tutte le attività economiche e finanziarie si svolgono nel tempo, il mondo richiede tassi positivi. Senza tassi d'interesse positivi, i segnali di mercato nell'economia e nei mercati finanziari diventano distorti. Tutti i progetti vengono finanziati, i valori degli asset si gonfiano e il capitale viene allocato in modo errato.

Negli anni 2010, i mercati economici e finanziari si sono mossi in acque caratterizzate da tassi contenuti che, a un certo punto, hanno raggiunto la soglia dello zero o sono entrati in territorio negativo. I mercati finanziari hanno conosciuto rendimenti straordinari, una volatilità inferiore alla norma e una correlazione più bassa della media, con indici di Sharpe su livelli storicamente buoni.

Questo fino al 2022, quando le acque (o il paradigma) sono cambiate.

Tre decenni vs. tre secoli

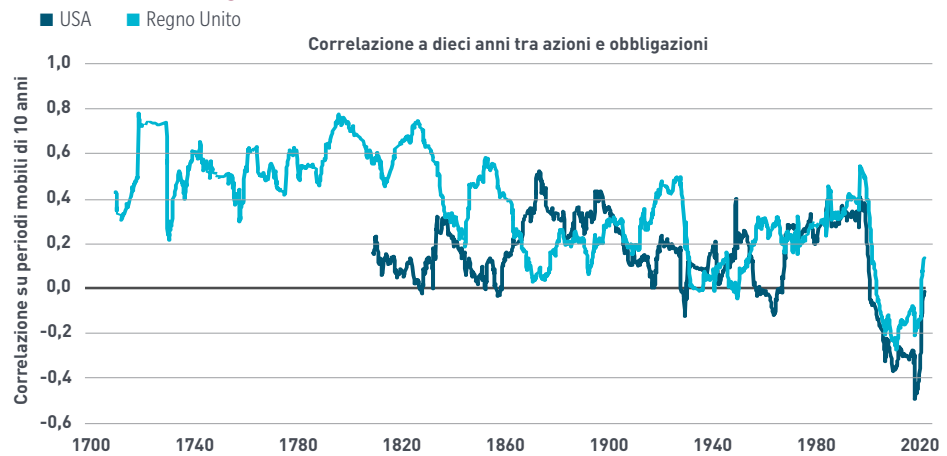
Ancora provati dallo shock dei tassi d'interesse del 2022, gli investitori sono stati costretti a confrontarsi con quella che sembra un'anomalia: la correlazione positiva tra azioni e obbligazioni.

Ma la dura realtà è che il 2022 non è stato poi così anomalo se ragioniamo in un'ottica di lungo periodo. È stato un esempio dei pericoli in cui ci si può imbattere quando si permette al passato recente di oscurare lunghe dinamiche storiche. Le acque, o il paradigma, stanno semplicemente tornando alla loro forma naturale, poiché l'hurdle rate per tutti gli investimenti, i tassi d'interesse, ha iniziato a normalizzarsi.

In un articolo del novembre 2021 intitolato *Rispettare tre secoli di correlazione*, sottolineavamo la correlazione positiva di lungo periodo tra i rendimenti nominali di azioni e obbligazioni, avvertendo che gli ultimi decenni di correlazione negativa non erano più sostenibili. La correlazione storica è illustrata di seguito: per il Regno Unito siamo andati indietro di tre secoli, per gli Stati Uniti di due.



Figura 1: Fino a poco tempo fa, i rendimenti delle azioni e delle obbligazioni erano generalmente correlati.



Fonte: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research. Dati mensili dal 1711 a settembre 2023.

La correlazione positiva a lungo termine spiegata

Come nel caso del pesce della storiella, questa rivelazione coglie di sorpresa molte persone in quanto diverge da quello che l'esperienza ha insegnato loro. E non corrisponde nemmeno a quello che viene insegnato nelle business school (anche se dovrebbe esserlo).

Facciamo un passo indietro. Gli investitori tendono a raggruppare gli investimenti in categorie quali azioni e obbligazioni, debito pubblico e privato, azioni growth e value, ecc. Benché queste distinzioni siano importanti, rilevanti e degne di nota, ciò che spesso si dimentica è che in ultima analisi si basano tutte sulla speranza o sulla promessa di cash flow.

Ogni investimento richiede un impegno di capitale da parte del risparmiatore in cambio di rendimenti futuri che compensino non solo l'impegno di tempo ma anche il rischio che il progetto possa fallire. Se consideriamo le sottoclassi di attività in questo modo, esiste un'unica asset class, quella dei cash flow. Quanto più prevedibili o stabili sono i cash flow futuri, tanto più bassa dovrebbe essere la volatilità di tale attività rispetto a quelle che comportano un maggiore impegno temporale e un rischio di cash flow. Ed è da qui che nascono i vantaggi della diversificazione: un portafoglio le cui fonti di rendimento (ossia i cash flow futuri) sono diversificate nel tempo e nei livelli di rischio.

Sebbene tra azioni e obbligazioni ci siano stati e continueranno ad esserci vantaggi di diversificazione, negli ultimi decenni tali vantaggi sono stati sopravvalutati a causa della bassa inflazione e dei tassi d'interesse artificialmente contenuti. Gli investitori allocati tra azioni e obbligazioni non hanno beneficiato solo di rendimenti superiori a fronte di una volatilità insolitamente bassa, ma anche di rendimenti corretti per il rischio estremamente alti, in parte ascrivibili a questa covarianza negativa ma insostenibile.

Perché ciò è importante?

Lo shock dell'inflazione e dei tassi d'interesse del 2022 ha cambiato le acque.

Pur non potendo prevedere il valore terminale dei tassi d'interesse reali, siamo certamente più vicini a un contesto di tassi più normale rispetto al passato, il che implicherebbe una normalizzazione del rapporto di lungo periodo tra azioni e obbligazioni. Gli investitori che hanno puntato su indici di Sharpe o information ratio futuri basati sul recente passato potrebbero andare incontro a una sottoperformance.



Cosa possiamo fare?

Con il passare del tempo, le aree in cui il capitale è stato allocato in modo errato si troveranno in difficoltà. Ad esempio, i progetti e i cash flow scaturiti dall'indebitamento si sgretoleranno schiacciati dagli alti oneri debitori e i cattivi progetti dovranno essere ricapitalizzati.

Se le correlazioni di asset class come le azioni e le obbligazioni si normalizzano, l'importanza della selezione dei titoli e dell'allocazione dei gestori diventerà enorme, in quanto non solo diventeranno fattori di rendimento, ma anche driver più ampi di covarianza e diversità del portafoglio.

Conclusioni

Come disse un volta un noto investitore, il prezzo è ciò che paghi, il valore ciò che ottieni.

Dal nostro punto di vista, se i prezzi sono elevati, il valore di alcune attivi finanziari è troppo basso. Il paradigma in cui il costo del capitale è ridotto e il costo della manodopera è basso è cambiato. Ci saranno pesci che, nella migliore delle ipotesi, scenderanno nella catena alimentare e altri che, nella peggiore delle ipotesi, verranno mangiati. Al contrario, i pesci in grado di fornire cash flow agli investitori che sono meno dipendenti dal regime precedente potrebbero diventare rari, ed è per questo che in questo nuovo ma vecchio paradigma saranno i pesci che avete in portafoglio a fare la differenza. ▲

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 Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; **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; **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") (ABN 68 607 579 537) 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.