

Un nuovo paradigma

Autore



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

In breve

- La redditività del capitale detta le valutazioni azionarie.
- I due venti di coda che finora hanno sostenuto la redditività del capitale si sono trasformati in venti contrari.
- La discrezione è d'obbligo.

È la redditività (del capitale) a contare

Il valore di mercato delle azioni, siano esse quotate o private, non è che una serie di assunti sulla futura redditività del capitale. Quando le previsioni sugli utili cambiano, i valori di mercato si adeguano di conseguenza. L'adeguamento può essere rapido nei mercati quotati e lento in quelli privati, ma è inevitabile.

Ripensando al periodo di forte accumulo di ricchezza di cui hanno goduto gli investitori dalla fine della crisi finanziaria globale, a fare da volano è stata la notevole crescita degli utili netti aziendali, indipendentemente dall'area geografica o dallo stile. Sebbene alcune aziende abbiano fortemente surclassato altre, come le società growth statunitensi a grande capitalizzazione, la redditività del capitale e i corsi azionari sono stati relativamente elevati e hanno subito interruzioni minime.

Tralasciando i trimestri dominati dagli stimoli antipandemici, l'eccesso di risparmio globale e la flessione degli investimenti fissi hanno contribuito a instaurare anni di stagnazione economica che hanno pesato sui ricavi aziendali. Eppure, molte aziende in tutto il mondo sono comunque riuscite a generare tassi di redditività ragguardevoli, grazie anche alla diminuzione del costo del capitale e dei costi operativi.

E questo è quanto per spiegare come abbiamo fatto ad arrivare fin qui, ma ciò che conta ora è dove stiamo andando. A partire dal 2022, sia il costo del capitale che i costi operativi sono aumentati. Di seguito spieghiamo perché non ci aspettiamo che tornino sui minimi precedenti e quali potrebbero essere le implicazioni di ciò sugli asset rischiosi.

Due fattori importanti e interconnessi

La Bank of England ha compiuto un'impresa straordinaria: ha stilato la storia dei tassi d'interesse negli ultimi 5.000 anni. Dal grafico che la illustra apprendiamo che l'anno 2021 ha segnato il minimo storico per i tassi. Per contestualizzare questo dato per chi, come me, è nato prima dell'inizio degli anni Ottanta, abbiamo vissuto in un periodo in cui i tassi d'interesse hanno toccato sia i massimi che i minimi nell'arco di 5.000 anni.

Tre anni dopo, e nonostante condizioni tese sul mercato del lavoro e 250 mila nuovi posti di lavoro creati ogni mese, gli operatori di mercato continuano a scontare un allentamento della politica monetaria globale. Sebbene non sia un'eventualità da escludere, e non sto suggerendo il contrario, la riflessione più importante è cosa accadrà alle curve dei rendimenti e ai tassi a lungo termine.



Benché sia probabile che i tassi overnight e a breve scendano di qui a poco, troppi investitori sembrano contare su un crollo dei tassi a lungo termine e su un ritorno del capitale a basso costo. A mio avviso, è più probabile che un'eventuale riduzione dei tassi a breve si traduca in curve dei rendimenti con una maggiore pendenza positiva che non in bruschi cali del costo dei finanziamenti a lungo termine. Cosa ancora più importante, ritengo che i costi di finanziamento, sia per i consumatori che per le imprese o gli enti governativi, difficilmente torneranno sui minimi storici, perché la domanda aggregata è troppo elevata, la manodopera troppo scarsa e il fabbisogno di investimenti in conto capitale troppo forte.

Una domanda che sento spesso rivolgermi quando condivido questo mio punto di vista è: "In caso di tensioni sul mercato, ai politici non verrà voglia di manipolare le curve dei rendimenti?" Certamente. Tuttavia, voler fare qualcosa è un conto, poterla fare è un altro, ed è stato molto più facile manipolare le curve dei rendimenti in presenza di risparmi elevati, spesa bassa, manodopera abbondante (e quindi dotata di scarso potere contrattuale) e crescita e inflazione deboli.

Cosa è cambiato?

Oggi, invece, i risparmi delle famiglie vengono spesi in cibo, costi abitativi ed energia, e le aziende stanno spendendo per accorciare le filiere produttive (un punto su cui tornerò più avanti) in un momento in cui la manodopera è costosa e scarseggia. Tutta questa spesa alimenta la crescita e l'inflazione. Inoltre, oggi l'inflazione non solo è più elevata ma anche più volatile rispetto al paradigma fatto di crescita lenta e bassa inflazione, mentre i deficit di bilancio sono molto più ampi rispetto alla storia recente. Questo ha fatto sì che i vincoli delle politiche pubbliche venissero dettati dal mercato obbligazionario, come abbiamo visto nel Regno Unito durante la crisi legata agli investimenti liability-driven (LDI) di 18 mesi fa. È un aspetto importante per gli asset rischiosi, perché l'hurdle rate, ossia il tasso di rendimento minimo per generare un utile netto positivo, è diventato molto più alto.

La globalizzazione è un altro fattore chiave. La globalizzazione e la produzione "just-in-time" sono stati due fortissimi catalizzatori della crescita degli utili, perché lo stoccaggio delle merci è costoso. Avere meno scorte in magazzino significa avere più capitale circolante e maggiori efficienze operative e di utile. La produzione a basso costo, soprattutto in Asia, ha consentito a molti conglomerati occidentali di ridurre le spese legate al lavoro. L'esternalizzazione della produzione ha fatto sì che le multinazionali potessero diminuire le immobilizzazioni tangibili. A parità di altre condizioni, quando l'intensità di capitale diminuisce i profitti aumentano. Ma consentendo alle aziende dei mercati sviluppati di diventare "asset-light", la globalizzazione ha anche inaugurato un decennio di stagnazione economica negli anni 2010. Pertanto, la globalizzazione non è priva di rischi, molti dei quali sono venuti a galla durante la pandemia, la guerra in corso tra Russia e Ucraina e i conflitti in Medio Oriente.

Il volto mutevole della globalizzazione

La conditio sine qua non della produzione "just-in-time" e della globalizzazione è stata la pace globale. Le navi sono diventate più grandi e hanno potuto ospitare più container perché gli oceani sono stati messi al sicuro dalle alleanze forgiate nel secondo dopoguerra. Le aziende dovevano avere la certezza che le merci sarebbero arrivate in tempo, e così è stato. Con l'aumento di tale certezza e l'accumulo dei vantaggi offerti dalle economie di scala, la percentuale di merci scambiate via mare in tutto il mondo è più che raddoppiata. Allo stesso tempo, i costi delle spedizioni marittime si sono sgonfiati e i profitti sono saliti vertiginosamente.



Le spedizioni via mare sono ancora economiche, ma i loro costi sono in aumento. Cosa ancor più preoccupante, una pandemia globale, due guerre calde e una guerra fredda hanno affievolito la certezza che un componente critico sarebbe arrivato "giusto in tempo". Nel frattempo, l'arbitraggio del lavoro con l'Asia è finito perché la produzione in Asia non è più a basso costo e assumere personale è difficile quasi ovunque.

La globalizzazione non è finita e nemmeno la produzione "just-in-time". Ma a mio avviso le filiere produttive diventeranno meno dilatate, costeranno di più o entrambe le cose.

È giunto il momento di essere selettivi

Le società, così come le economie e i mercati finanziari, sono cicliche. Nel corso della storia, i tempi duri hanno generato persone forti. Queste persone forti affrontano le avversità e creano tempi buoni. I tempi buoni creano persone deboli. Queste persone deboli finiscono col generare tempi duri, e il ciclo si chiude.

A mio avviso, la risposta politica alla crisi finanziaria globale e alla pandemia ha creato intenzionalmente un ambiente operativo facile per le aziende, che ha prodotto rendimenti elevati per i proprietari del capitale. La vita, gli affari e gli investimenti non sono facili. Eppure, di recente investire è diventato facile per mano dell'imponente risposta delle autorità.

Conclusioni

- Crediamo che negli ultimi anni il motore principale della redditività del capitale sia stata la flessione dei costi, non la crescita.
- I costi hanno smesso di diminuire. Tendono al rialzo e la crescita non tiene il passo.
- I premi al rischio, sia nei mercati azionari che in quelli delle obbligazioni societarie, sono relativamente bassi e lasciano poco spazio agli errori.

I rendimenti dei portafogli diventeranno probabilmente più esposti ai fondamentali aziendali man mano che si dispiegheranno le dinamiche di cui sopra. Riteniamo che i titoli delle società in grado di affrontare con successo il nuovo paradigma dei costi più elevati dovrebbero sovraperformare di larga misura i titoli delle aziende che non sono pronte.

Man mano che il ciclo sociale, economico e di mercato giunge alla sua conclusione, l'ambiente operativo per le aziende, attualmente facile, cambierà. Le avversità aumenteranno, ma questa volta è improbabile che il nuovo paradigma consenta ai decisori politici di attutire il colpo. Ed ecco perché ritengo che nel decidere quali investimenti detenere nei propri portafogli, la discrezione sia d'obbligo. ▲



Le opinioni espresse sono quelle 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.

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

Nota per i lettori del Canada: pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **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; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento; **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento; **Sudafrica** - Il presente documento non è stato approvato dal Financial Services Board e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali:

(1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "Investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgerci a un consulente finanziario autorizzato; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgerci a un consulente finanziario autorizzato; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.