

Il cambiamento dell'intensità di capitale e le ragioni per puntare sulle azioni non statunitensi

Autore



Robert M. Almeida
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In breve

- L'aumento dell'intensità di capitale nei mercati sviluppati segna un cambiamento strutturale.
- Il divario in termini di intensità di capitale tra i mercati emergenti e quelli sviluppati potrebbe chiudersi.
- In uno scenario di potenziale compressione dei rendimenti aggregati e di maggiore dispersione, riteniamo che le società efficienti dal punto di vista del capitale, così come la gestione attiva, acquisiranno un'importanza crescente.

I mercati azionari hanno l'abitudine di confondere gli effetti con le cause. Quando le azioni generano performance positive, gli investitori tendono ad attribuirle alla crescita economica o alle misure politiche favorevoli. Tuttavia, nel tempo i rendimenti azionari tendono a riportarsi in linea con l'andamento della redditività del capitale delle aziende, non con il PIL.

Negli ultimi decenni, le azioni dei mercati sviluppati, in particolare quelle statunitensi, hanno sovraperformato l'universo emergente, non perché le loro economie siano cresciute più rapidamente, ma perché le loro imprese hanno imparato a crescere utilizzando meno capitale, alleggerendo i bilanci rispetto ai conti economici. Il software ha sostituito l'hardware, la proprietà intellettuale ha rimpiazzato gli impianti produttivi e le catene di approvvigionamento globali hanno esternalizzato l'intensità di immobilizzazioni materiali.

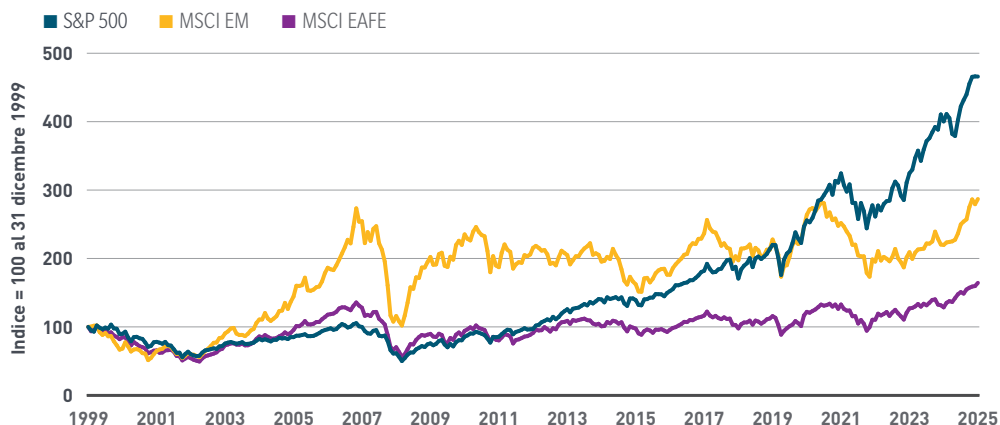
Le società statunitensi hanno fatto da apripista sotto questi aspetti, e il risultato è stato un incremento sostanziale e sostenuto della redditività del capitale investito. È poi seguito l'aumento delle valutazioni.

I mercati emergenti hanno mostrato una dinamica molto differente. La crescita è stata reale e spesso straordinaria, ma in questi mercati molte società erano caratterizzate da un'elevata intensità di capitale. Le infrastrutture, il settore immobiliare, la capacità manifatturiera, ecc. richiedono ingenti investimenti iniziali, con tempi di rientro molto lunghi. Pur contribuendo positivamente alla crescita economica, la redditività del capitale è rimasta modesta rispetto a quella delle società dei mercati sviluppati. Gli investitori che hanno preferito le azioni emergenti a quelle dei mercati sviluppati hanno imparato che la sola crescita economica non è sufficiente ad accumulare ricchezza.



Si tratta di una distinzione importante, in quanto i corsi azionari non reagiscono alla crescita considerata come fattore isolato. Come mostra il Grafico 1, i corsi azionari reagiscono all'efficienza con cui viene impiegato il capitale.

Grafico 1: i mercati efficienti in termini di impiego del capitale hanno guidato la classifica



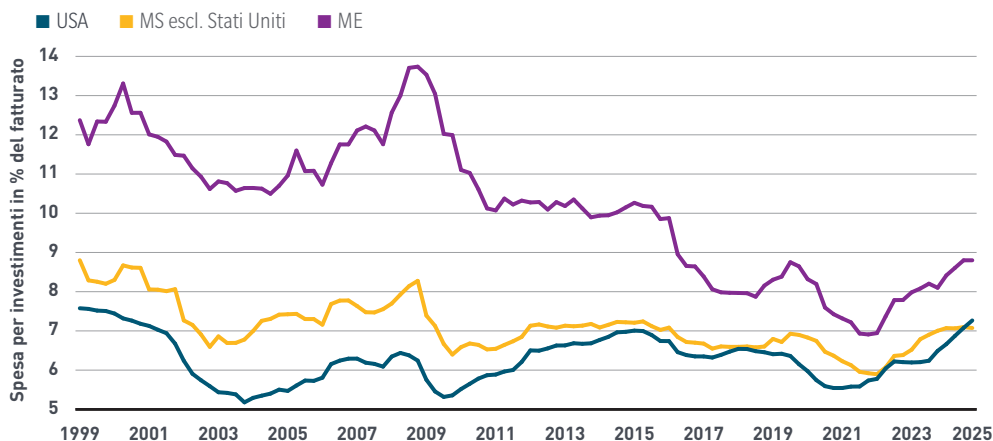
Fonte: FactSet. Dati mensili dal 31 dicembre 1999 al 31 dicembre 2025. I rendimenti sono rendimenti di prezzo e sono espressi in USD. Non è possibile investire direttamente in un indice. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Sotto questo aspetto, i mercati sviluppati hanno beneficiato di un vantaggio strutturale per gran parte degli ultimi 30 anni. Ma le cose potrebbero essere cambiate.

Il cambio di passo nell'intensità di capitale

Negli ultimi anni, l'intensità di capitale negli Stati Uniti ha cominciato ad aumentare. Dopo decenni caratterizzati da una tendenza a diventare meno "capital-intensive", le società statunitensi hanno ripreso a utilizzare ingenti quantità di capitale al fine di sostenere la crescita. Le infrastrutture per l'intelligenza artificiale, come i data center, la produzione di semiconduttori, la generazione di energia elettrica e la ridondanza delle catene di approvvigionamento, hanno la caratteristica comune di richiedere sia forti investimenti iniziali sia continui reinvestimenti.

Grafico 2: nei mercati sviluppati la spesa per investimenti sta cominciando ad aumentare



Fonte: Refinitiv Datastream. Dati trimestrali dal 31 dicembre 1999 al 30 settembre 2025 (ultimi disponibili). USA = totale mercato USA, MS escl. Stati Uniti = totale mercati sviluppati esclusi gli Stati Uniti, ME = totale mercati emergenti. Capex = Spesa per Investimenti.



Questi investimenti possono essere strategicamente necessari ed economicamente rilevanti, ma, dal punto di vista del ciclo del capitale, l'aumento dell'intensità di capitale ha comportato quasi sempre una diminuzione dei rendimenti marginali. In un contesto in cui i capitali confluiscono verso opportunità interessanti, la concorrenza cresce, l'ammortamento aumenta e la redditività del capitale marginale investito diminuisce, anche se i rendimenti sugli asset esistenti rimangono elevati per un certo periodo di tempo.

Un aspetto importante è che questo cambiamento sta avvenendo in un momento caratterizzato da livelli di redditività e valutazioni storicamente alti. I rendimenti elevati e l'abbondanza di capitale sono precisamente le condizioni che incoraggiano un eccesso di investimenti, le cui conseguenze tendono a manifestarsi prima in modo graduale, poi tutte insieme.

È già successo

Tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000, le telecomunicazioni erano considerate una tecnologia trasformativa. Le reti in fibra promettevano una crescita esponenziale dell'uso dei dati e modelli di business rivoluzionari. Una narrazione sostanzialmente corretta, ma ciò che si rivelò disastroso per gli investitori non fu la tecnologia in sé, quanto il fatto che la quantità di capitale – e l'offerta che generò – superava ciò che la società era in grado di assorbire. La lezione fu che il ciclo del capitale può generare un eccesso di offerta e diluire i rendimenti.

L'attuale ciclo degli investimenti legati all'IA differisce nei suoi aspetti specifici, ma la struttura è già nota. Quando un tema è sufficientemente interessante da attrarre capitali ingenti, la storia suggerisce che i rendimenti futuri tendono con maggiore probabilità a deludere piuttosto che a sorprendere in positivo.

Le società dei mercati emergenti stanno entrando in questa fase da un punto di partenza molto diverso

Come illustrato sopra, l'intensità di capitale nei mercati emergenti è stata a lungo più elevata rispetto a quella dei mercati sviluppati. Molte aziende dell'universo emergente operano già in contesti in cui il capitale è scarso, i costi di finanziamento sono elevati e l'efficienza è scarsa. Sebbene l'intensità di capitale sia aumentata in alcuni mercati sviluppati, ciò che conta è la riduzione strutturale del divario tra le società dei mercati emergenti e quelle dei mercati sviluppati.

È un aspetto fondamentale perché la redditività del capitale si decide sul capitale marginale. In un contesto in cui le aziende dei mercati sviluppati stanno passando da un modello di crescita a bassa intensità di capitale a un modello più "capital-intensive", mentre le imprese dell'universo emergente non registrano più una crescita incrementale dell'intensità di capitale, il divario in termini di redditività del capitale potrebbe ridursi, ma dal lato dei mercati sviluppati.

Un altro aspetto importante è in che misura questo fenomeno sia stato scontato dagli investitori. A nostro avviso, il divario di valutazione tra le azioni statunitensi e il resto del mondo implica che gli investitori non stanno prendendo in considerazione l'impatto della crescente intensità di capitale negli Stati Uniti.

Non si tratta di un invito ad abbandonare le azioni statunitensi, né della previsione di un'improvvisa diminuzione dell'intensità di capitale dei mercati emergenti. Il tema è che la variazione marginale dell'intensità di capitale determina la direzione del cambiamento, influenzando quindi i diversi premi al rischio che gli investitori sono disposti a pagare.

Crediamo sia questo il motivo per cui le azioni non statunitensi hanno sovraperformato quelle statunitensi nel 2025 e potrebbero continuare a farlo man mano che il mercato comincia a scontare questi cambiamenti.



Il ruolo della gestione attiva

I periodi di aumento dell'intensità di capitale hanno tendenzialmente compresso i rendimenti aggregati e amplificato la dispersione. Quando il costo del capitale è contenuto e i modelli di business sono "asset-light", molte società possono apparire interessanti simultaneamente. In contesti in cui il capitale diventa costoso e la crescita richiede investimenti più ingenti, la differenza tra le società che allocano il capitale in modo efficiente e quelle che non lo fanno diventa cruciale.

I benchmark non operano distinzioni tra l'impiego efficiente e inefficiente del capitale. Premiano le dimensioni, non la disciplina. Di contro, gli investitori attivi possono valutare le aree in cui il capitale viene investito, il rendimento atteso e il contesto concorrenziale in cui investono le aziende.

A nostro avviso, in un mondo in cui la redditività del capitale non registra più una tendenza omogenea all'aumento, diventa più importante – non meno – comprendere l'allocazione del capitale. È improbabile che la prossima fase dei rendimenti azionari sia trainata da una diffusa espansione dei multipli. A guidare i rendimenti sarà la selettività.

Conclusioni

L'intensità di capitale sta aumentando. La redditività del capitale tenderà ad adeguarsi. Alla fine, i mercati rifletteranno questa realtà. L'opportunità, per chi è disposto a guardare oltre le narrazioni e a concentrarsi sul meccanismo della creazione di valore, sta nell'individuare chi si adatta e chi no. In questo contesto, riteniamo che le società non statunitensi, in particolare nei mercati emergenti, saranno avvantaggiate. ▲

"Standard & Poor's"SM e S&P "S&P"SM 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.

Fonte dei dati sull'indice: MSCI. MSCI non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita e non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda i dati MSCI contenuti nel presente documento. Non è consentita la ridistribuzione dei dati MSCI né il loro utilizzo come base per altri indici, titoli o prodotti finanziari. Il presente rapporto non è stato approvato, esaminato o prodotto da MSCI. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Si ricorda che tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, ivi compresa la possibile perdita del capitale investito.

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. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

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. In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato.

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.à 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 contravvenga 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; **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM).** In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate: **Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali.** Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.