

L'incertezza è imprevedibile

Autore



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

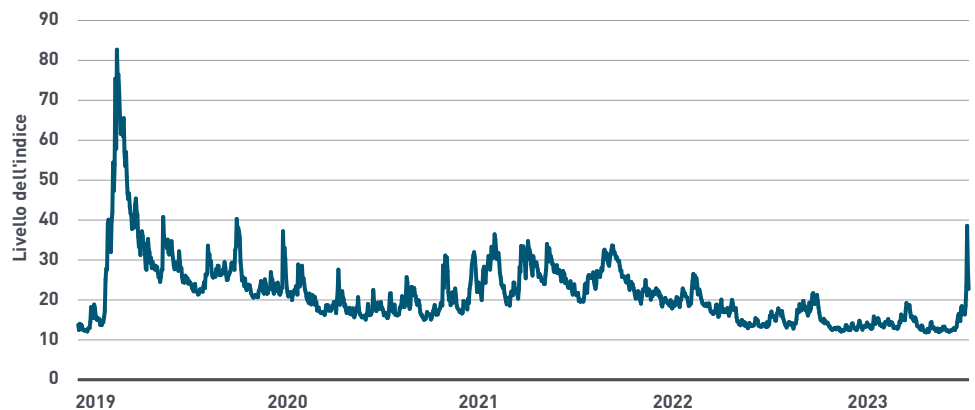
In breve

- Il VIX¹ segnala un aumento dell'incertezza.
- A nostro avviso, sebbene i recenti annunci di utile appaiano buoni, a un'analisi più attenta le società sono interessate da tensioni sotto la superficie e crescono i timori che la spesa in conto capitale associata all'IA possa essere sfuggita di mano.
- Gli investitori sono alle prese con la sfida del passaggio da un paradigma finanziarizzato post-crisi finanziaria globale a un nuovo paradigma, caratterizzato da costi più elevati e maggiore volatilità.

Il VIX si impenna

Negli ultimi giorni, il Cboe Volatility Index, meglio noto come VIX, ha toccato massimi che non raggiungeva da marzo 2020, ossia dall'inizio del lockdown dovuto al Covid.

Figura 1: Picchi di volatilità



Fonte: Bloomberg. Dati giornalieri dal 31 dicembre 2019 al 7 agosto 2024. CBOE = Chicago Board Options Exchange.

Come spesso accade nella vita e come di sicuro accade nei mercati finanziari, il percorso dalla certezza all'incertezza raramente è lento e regolare: il più delle volte è decisamente brusco. Perché?

La mia e-mail, e probabilmente anche la vostra, è stata inondata da spiegazioni che spaziano dall'aumento dei rischi di recessione negli Stati Uniti alla chiusura del carry trade finanziato in yen, fino ai potenziali eccessi di spesa nelle infrastrutture destinate all'intelligenza artificiale. Anche se ognuno di questi fattori ha contribuito, come vedremo meglio più avanti, è possibile che gli investitori non stiano ancora internalizzando il segnale più importante che il VIX sta probabilmente inviando.



Tessere del mosaico

Sebbene gli annunci di utile siano stati complessivamente positivi, a un'analisi più attenta i commenti dei team dirigenti segnalano un aumento delle tensioni in vari settori, tra cui beni di consumo ciclici, materiali di base, energia e beni strumentali, per citarne solo alcuni. Ciò non sorprende troppo, visto che il costo dei beni non discrezionali come i generi alimentari e i costi abitativi resta elevato, costringendo le famiglie a sostituire altre voci di spesa. Questi timori sono stati rafforzati dai dati sulla produzione manifatturiera e sull'occupazione, più deboli del previsto.

I budget delle società, proprio come quelli delle famiglie, sono tendenzialmente fissi e vengono rivisti annualmente. La corsa all'integrazione dell'intelligenza artificiale nelle imprese ha cannibalizzato la spesa tecnologica destinata ad altro. Inoltre, l'IA rappresenta una potenziale minaccia per numerose aziende produttrici di software. Questo fenomeno è diventato evidente negli ultimi mesi: le società software a rischio hanno mancato le stime sugli utili o hanno fornito previsioni più deboli del previsto.

Per quanto riguarda l'IA, la spesa degli hyperscaler (i colossi che forniscono servizi di cloud computing) per la costruzione delle infrastrutture IA è stata massiccia e le proiezioni per il futuro sono addirittura superiori. Ovviamente, i beneficiari diretti di questa spesa sono le società dell'ecosistema infrastrutturale, come i fornitori di chip, server, apparecchiature elettriche, componenti per l'alimentazione, ecc. Come già sottolineato, mentre lo spostamento della quota dei budget aziendali dal software e da altri servizi IT all'IA è stato rapido, il cambiamento reale dei processi aziendali richiede del tempo. Nel frattempo, alla massiccia spesa in conto capitale degli hyperscaler non ha fatto seguito un'adozione altrettanto significativa dell'IA tra le imprese. Siamo convinti che, sebbene questi investimenti con ogni probabilità si riveleranno proficui negli anni a venire, ciò non esclude il rischio di un sovradimensionamento o di un rallentamento della spesa in conto capitale passibile di mettere in discussione le proiezioni di ricavi e utili per i beneficiari della filiera dell'IA. La storia, va detto, insegna che, quando vengono introdotte nuove tecnologie, le infrastrutture associate alla tecnologia in questione di norma risultano sovradimensionate. Ho evidenziato questo rischio lo scorso dicembre in [Come sarà il 2024? Il ciclo del capitale potrebbe dire la sua](#).

Sono però convinto che queste siano solo tessere di un mosaico molto più ampio.

Che cosa potrebbe segnalare davvero la volatilità in questo mosaico

Il capitalismo è la distribuzione delle risorse da dove sono meno necessarie a dove sono più necessarie. Per funzionare correttamente, chi fornisce il capitale deve essere remunerato per il tempo impiegato. In assenza di remunerazione, i segnali del mercato si attenuano e gli errori d'investimento si accumulano.

Molti sembrano aver dimenticato che il mondo è appena uscito da un periodo pluriennale di tassi di interesse artificialmente bassi che è culminato nei costi di finanziamento più bassi mai registrati nella storia.

Louis Gave di Gavekal Research ha recentemente ripreso una citazione proveniente dal lavoro di John Mill del 1867 sui cicli del credito e sul panico nei mercati: *Il panico non distrugge il capitale. Rivela semplicemente fino a che punto esso sia stato prematuramente distrutto dal suo tradimento a favore di attività irrimediabilmente improduttive.*"

Un decennio di tassi d'interesse pari a zero e di quantitative easing ha determinato un periodo pluriennale di acquisizioni finanziate tramite debito, di aumenti dei dividendi e di riacquisti azionari. Allo stesso tempo, la delocalizzazione ha ridotto l'intensità del capitale e il costo del lavoro. Questi fattori hanno spinto i margini di profitto sui massimi storici. Tuttavia, queste tendenze hanno registrato un rallentamento, se non un'inversione.



I prezzi delle attività finanziarie rappresentano le probabilità dei cash flow futuri e i picchi di volatilità non lineari sono tendenzialmente concisi con i momenti in cui gli investitori si sono trovati davanti nuove informazioni che hanno sovvertito le precedenti ipotesi sui cash flow. Tuttavia, riteniamo che strategist e opinionisti abbiano minimizzato l'importanza delle "nuove informazioni", ossia delle succitate tessere del mosaico.

Forse hanno ragione loro. Il disordine non è altro che ordine incompreso. E se il vero segnale non fosse uno stress acuto degli utili ma qualcosa di cronico derivante da un nuovo paradigma di costi normalizzati in un contesto di indebolimento della crescita?

In una situazione del genere, a nostro parere dovremmo assistere a una volatilità maggiore, non minore. Di conseguenza, la selezione dei titoli, evitando espressamente gli asset legati ad "attività improduttive" e a probabilità di cash flow irrealistiche, potrebbe rivelarsi un valido approccio d'investimento. ▲

Note

¹ Il **Cboe Volatility Index® (VIX®)** è considerato da molti il principale barometro mondiale della volatilità dei mercati azionari. L'indice VIX si basa sui prezzi in tempo reale delle opzioni sull'indice S&P 500® (SPX) e mira a rispecchiare l'opinione di consenso degli investitori sulla volatilità futura (a 30 giorni) attesa sui mercati azionari. L'indice VIX spesso viene chiamato "l'indice della paura" del mercato. Non è possibile investire direttamente in un indice.



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.

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 rivolgersi 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 rivolgersi 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.