

Gli investitori cercano le risposte giuste alle domande sbagliate

Autore



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

In breve

- Gli investitori si pongono le domande giuste?
- I tagli dei tassi non sono una panacea per le imprese in crisi.
- Ciò che davvero conta sono i fondamentali.

Sono queste le domande giuste?

Dopo l'imboscata tesa dalla crescita dei prezzi nel 2022, gli alti dati sull'inflazione sono diminuiti, al pari della sua volatilità, prendendo in contropiede gli investitori.

A fine aprile scrivevo che gli ultimi dati sull'inflazione erano superiori alle aspettative del mercato, come ben sapeva chiunque facesse la spesa o pagasse le bollette.

Una situazione analoga si è verificata nelle settimane appena trascorse, ma questa volta nella direzione opposta, in quanto i dati sull'inflazione diretta e indiretta hanno sorpreso al ribasso. Di conseguenza, si è tornato a parlare dei tagli dei tassi della Federal Reserve.

Non prendo sottogamba la crescente probabilità che il mercato attribuisce a una riduzione dei tassi in settembre o nei mesi successivi. Tuttavia, come suggerisce il titolo di questo articolo, ritengo possibile che gli investitori si stiano ponendo le domande sbagliate. Ha senso chiedersi quando è prevista la prima riduzione dei tassi o quanti tagli effettuerà la Fed nel 2024? Le risposte sono davvero importanti? Nel 2028, esaminando l'attribuzione della performance quinquennale di un portafoglio, i tempi di quel primo taglio dei tassi saranno ancora determinanti?

Domande migliori da porsi

Forse potrebbe essere più utile chiedersi perché le banche centrali potrebbero aver bisogno di allentare la politica monetaria. Soprattutto, se i prezzi di beni e servizi scendono, i ricavi di quali aziende ne risentono? Diminuiscono anche i loro costi? Cosa comporta tutto questo per gli utili societari rispetto a quanto scontato nelle quotazioni azionarie?

Insomma, il mercato applica di buon grado un multiplo più elevato agli asset rischiosi a fronte di un tasso di sconto potenzialmente più basso, ma ignora l'impatto della crescente debolezza sui fondamentali societari, che sono l'aspetto più rilevante per il valore degli asset.

Consideriamo ciò che è accaduto durante il ciclo di riduzione dei tassi d'interesse che ha seguito la fine del boom tecnologico negli anni '90.

All'inizio del 2001 il tasso sui Fed Fund ha raggiunto un picco del 6%. Colta di sorpresa da un brusco rallentamento della crescita, nei 18 mesi successivi la Fed ha ridotto aggressivamente i tassi d'interesse, portandoli all'1%. Sebbene il mercato azionario avesse raggiunto un minimo prima del penultimo taglio dei tassi della Fed, in quanto i profitti avevano già toccato il fondo ed erano avviati a migliorare sulla scia delle drastiche riduzioni dei costi, l'S&P 500 ha ceduto comunque quasi il 40%.



Figura 1: I tagli dei tassi non hanno giovato ai mercati azionari dopo lo scoppio della bolla delle dot-com...



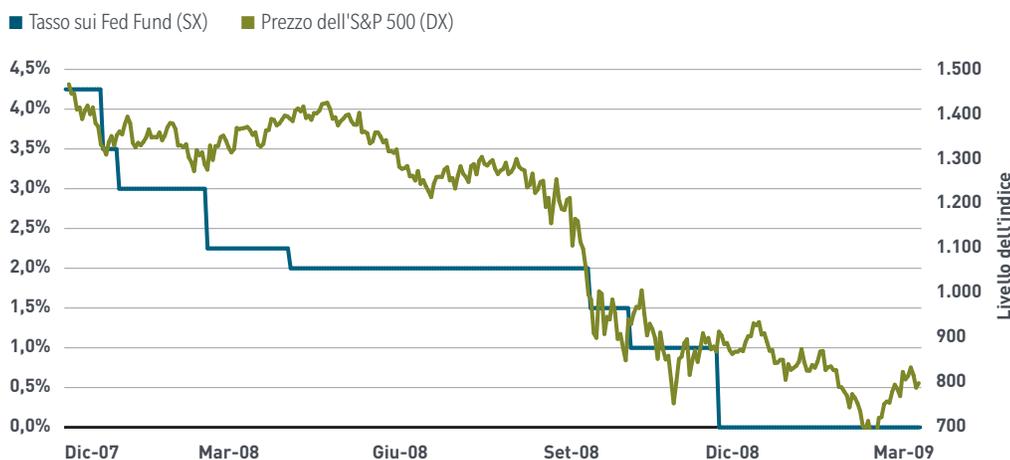
Fonte: Bloomberg. Dati giornalieri dal 2 gennaio 2001 al 30 giugno 2003.

A questo ragionamento si potrebbe obiettare dicendo che oggi le valutazioni sono meno elevate di allora. L'obiezione è corretta: proprio per questo non intendo suggerire che si prospetta un drawdown di quella portata. Mi preme semplicemente sottolineare che i tagli dei tassi delle banche centrali non sono una panacea a breve termine per le aziende dai risultati operativi deludenti. Quindi, sebbene le valutazioni non abbiano raggiunto i livelli estremi degli anni '90 (i più alti mai toccati nella storia degli Stati Uniti), gli analisti prevedono una crescita degli utili a cifra singola elevata. Qualsiasi risultato inferiore a questo sarà considerato deludente dagli investitori che hanno alternative al di fuori dell'azionario.

Possiamo esaminare anche ciò che è accaduto durante il ciclo di riduzione dei tassi successivo all'espansione e alla bolla immobiliare della metà degli anni 2000, poiché alla vigilia di quella recessione le valutazioni azionarie non erano costose.

Come mostra il grafico in basso, il tasso sui Fed Fund ha segnato un massimo del 4,25% all'inizio del 2008, per essere poi azzerato entro la fine dell'anno. Al contempo, l'S&P 500 è arretrato di quasi il 50%.

Figura 2: ... né dopo lo scoppio della bolla immobiliare



Fonte: Bloomberg. Dati giornalieri dal 31 dicembre 2007 al 31 marzo 2009.



Gli aspetti rilevanti

Dal 2022 l'inflazione e la politica monetaria sono argomenti all'ordine del giorno. Forse lo sono persino da più tempo, dall'epoca delle politiche di tassi zero e del quantitative easing, che hanno spinto i costi di finanziamento sui livelli più bassi mai registrati.

Il "recency bias", insieme ad altre distorsioni cognitive, può essere pericoloso. Questi bias possono occultare, o quanto meno diluire, gli aspetti rilevanti, che nel caso degli investimenti sono i fondamentali e i cash flow futuri.

Le risposte giuste alle domande giuste, a mio avviso, hanno a che fare con il valore terminale. Cosa fanno le aziende? Come gestiscono l'aumento dei costi del lavoro di fronte al calo dei prezzi dei propri beni? È vero che l'intelligenza artificiale può essere foriera di efficienze e risparmi, ma non è che spalanca le porte a nuovi concorrenti che arrivano più velocemente sul mercato con prodotti uguali o persino migliori? L'IA comporta un rischio di obsolescenza per queste imprese? A quanto ammonta il debito che devono rifinanziare nei prossimi anni, e a quale costo? I modelli degli analisti azionari ne tengono conto?

Credo che stiamo procedendo verso il punto in cui le valutazioni saranno dettate dai fondamentali, anziché dai tassi di sconto o dalle manovre dei policymaker. Le banche centrali non possono risolvere le sorti delle aziende in crisi. ▲



"Standard & Poor's[®]" e S&P "S&P"[®] 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.

L'S&P 500 Index misura la performance dell'ampio mercato azionario statunitense. 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.