

## Preparazione strategica

Come gestire l'incertezza e i bias cognitivi negli investimenti

### Autore



Robert M. Almeida  
Portfolio Manager e  
Global Investment Strategist

### In breve

- Per investire con successo c'è bisogno di grande preparazione e di una profonda comprensione delle aziende e delle leve fondamentali dei loro rendimenti.
- Le fallacie cognitive, come il bias di conferma, l'effetto gregge, l'avversione alle perdite e il bias di ancoraggio, possono creare importanti zone d'ombra per gli investitori, influenzandone i processi decisionali e portandoli a valutare erroneamente le correlazioni tra gli asset e i segnali di mercato.
- Gli investimenti azionari e quelli obbligazionari rappresentano pretese sugli stessi asset sottostanti di una società, e comprenderne le relazioni e le potenziali correlazioni è fondamentale. Gli investitori preparati devono riconoscere queste connessioni e le potenziali zone d'ombra, svolgendo stress test approfonditi e facendo leva su collaborazioni interdisciplinari per destreggiarsi nelle incertezze del mercato.

Investire è difficile, ma nel corso del tempo i grandi investitori hanno dimostrato che esistono dei modi per avere successo. Sebbene il mondo accademico e i sostenitori degli investimenti passivi possano attribuire la sovraperformance di questi investitori alla fortuna, come ebbe a dire il famoso scienziato Louis Pasteur "la fortuna aiuta solo le menti preparate".

Nel mondo degli investimenti, la preparazione consiste nel comprendere a fondo le aziende e le leve fondamentali dei loro rendimenti. Questo lavoro preliminare comporta l'acquisizione di dati storici su ogni aspetto dell'impresa e del settore in cui opera, tra cui l'elasticità dei prezzi dei prodotti in diversi scenari economici, le modalità e i luoghi di produzione e i relativi rischi in termini di costi, e richiede di sottoporre il bilancio a stress test ipotizzando gli scenari peggiori. Tutto questo lavoro culmina in una serie di ipotesi sui range dei possibili risultati in termini di cash flow nel tempo rispetto a quanto inglobato nei prezzi delle azioni e delle obbligazioni.

Tuttavia, la storia dimostra che spesso sono proprio gli aspetti di cui gli investitori non tengono mai conto a invalidare le previsioni formulate sulla base delle più attente analisi. Cercare di sapere ciò che si ignora è già abbastanza arduo, ma lo è ancora di più quando le fallacie cognitive creano delle zone d'ombra.

Alcune delle fallacie più diffuse nel mondo degli investimenti sono il bias di conferma, l'effetto gregge e l'avversione alle perdite. Ma il bias di ancoraggio, ossia la tendenza a sopravvalutare le informazioni iniziali nel valutare le decisioni future, potrebbe presto diventare molto rilevante per chi investe in obbligazioni societarie e per le sue aspettative future.



## Pretese legali sul medesimo asset

Gli investitori pensano alle azioni e alle obbligazioni societarie in modo molto diverso data la diversità dei loro rendimenti, il che ha senso. Le azioni sono quote di proprietà, pertanto il loro prezzo dipende da ciò che gli investitori ritengono sia il valore attuale dei profitti futuri più il valore di liquidazione delle attività tangibili e intangibili. Le obbligazioni sono contratti che rappresentano il capitale prestato a fronte della promessa di restituzione a una data prefissata, il pagamento di interessi prestabiliti e i diritti legali che hanno la precedenza su quelli degli azionisti nel caso in cui l'azienda dovesse trovarsi in difficoltà finanziarie.

Mi è sempre piaciuto pensare alle azioni come a un'opzione call sulle attività e sui potenziali rendimenti del capitale di un'impresa e al debito come alla vendita di un'opzione put su tali attività agli azionisti. Pur essendo diversi e influenzati da molteplici fattori tra cui la durata residua, i prezzi d'esercizio sono composti dagli stessi elementi: volatilità o rischiosità dell'impresa, passività a breve e lungo termine, capacità operativa e finanziaria del team dirigente, proprietà intellettuale, beni tangibili, ecc.

## Il bias di ancoraggio all'opera

Lo shock inflazionistico del 2022 ha fatto aumentare vertiginosamente la correlazione tra azioni e obbligazioni. Da allora, ho letto e sentito dire che questa relazione si "normalizzerà". Ma che cos'è la normalità? Poiché le azioni e il debito sono diritti contrattuali sullo stesso asset, dovrebbero presentare una correlazione positiva nel tempo, come di fatto è accaduto. Sebbene queste correlazioni siano basse e offrano occasioni di diversificazione nel lungo termine, esse non sono negative, come molti continuano a sostenere e ad aspettarsi.

Il ciclo di allentamento quantitativo degli anni 2010 non solo ha prodotto rendimenti anomali per le azioni e le obbligazioni societarie, ma ha anche stravolto l'andamento dei prezzi e portato a una correlazione negativa tra queste asset class. Chi si è affacciato per la prima volta all'asset allocation in questo arco temporale potrebbe essere stato indotto a ritenere normale un rapporto che in realtà è stato creato artificialmente mediante i tassi d'interesse più bassi degli ultimi 5.000 anni.

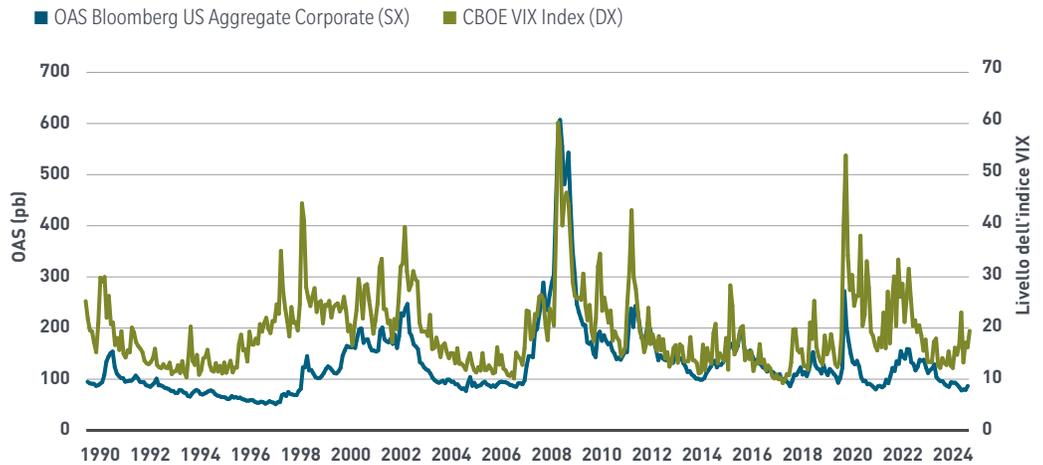
Ma, soprattutto, questo bias di ancoraggio potrebbe aver creato una zona d'ombra che impedisce a chi investe in obbligazioni societarie di scorgere i segnali provenienti dalle azioni.

## L'ampliamento degli spread si accompagna spesso a un aumento della volatilità azionaria

Poiché obbligazioni e azioni costituiscono pretese sullo stesso asset, non dovremmo stupirci di vedere una relazione positiva tra il VIX, l'indice più seguito della volatilità azionaria statunitense, e gli spread delle obbligazioni investment grade statunitensi (Figura 1).



**Figura 1: La volatilità azionaria è elevata, ma i movimenti degli spread creditizi sono contenuti**



Fonte: Bloomberg, Chicago Board Options Exchange (CBOE). Dati mensili dal 31 gennaio 1990 al 28 febbraio 2025.

Malgrado l'aumento della volatilità azionaria osservato quest'anno, gli spread creditizi sono rimasti relativamente stabili. Quale mercato ha ragione? Credo vi siano due considerazioni importanti da fare.

La prima è che le asset class più grandi e più liquide sono generalmente più efficienti di quelle più piccole e meno liquide, il che suggerisce che i segnali provenienti dalle azioni siano più preveggenti di quelli generati dai mercati obbligazionari.

In secondo luogo, è da quando ho cominciato a lavorare nei mercati finanziari che sento dire che gli obbligazionisti sono inguaribili pessimisti mentre gli azionisti sono degli ottimisti. Sebbene il potenziale rischio/rendimento delle due asset class sia evidentemente sbilanciato, credo che nessuna delle due etichette sia corretta. A costo di peccare di eccessiva semplificazione, si può dire che gli analisti del credito studiano i cash flow e calcolano le probabilità di mancato pagamento delle cedole, mentre gli investitori azionari elaborano previsioni sull'utile netto una volta sottratte ai ricavi le spese operative, l'ammortamento e altre voci simili. In altre parole, analizzano la stessa azienda ma attraverso lenti diverse, quindi si preparano in modo diverso e sviluppano inconsapevolmente zone d'ombra diverse.

Sebbene si tratti di una generalizzazione, le pressioni al ribasso sui titoli azionari sono attribuibili alle previsioni degli investitori circa l'impatto negativo dei dazi su ricavi, costi e profitti, che a loro volta fanno aumentare i rischi di recessione. Dunque è evidente che i mercati azionari si sono mossi per primi. E se gli sviluppi daranno ragione agli investitori azionari, ciò inciderà inevitabilmente e negativamente sull'indebitamento nei bilanci e sulle probabilità di insolvenza, spingendo al rialzo gli spread creditizi.

## Conclusioni

Non possiamo prevedere il futuro, ma possiamo condividere le nostre riflessioni. A prescindere dagli esiti futuri, gli investitori devono prepararsi a qualsiasi evenienza.

Sottoporre a stress test i bilanci e valutare come la struttura dei costi di un'azienda possa significativamente cambiare in un contesto caratterizzato da dazi elevati e da una crescita più contenuta va benissimo, ma ritengo che la fortuna aiuterà gli investitori più preparati che riconoscono le zone d'ombra e si avvalgono del supporto dei loro colleghi dei team azionari e obbligazionari. ▲

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.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 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 né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.